

# 국내경제전망

Economist 김윤기 ☎ 769-3063 mackyg@deri.co.kr

## 국내경제는 세계경제침체와 내수침체로 역 성장이 예상

- ▶ 2009년 세계경제는 -1.3%의 역 성장이 예상되는 가운데 내년에도 1.9%의 저성장을 기록할 전망
- ▶ 2009년 국내경제는 소비부진과 설비투자 급감 등 내수침체로 -2.3%의 역 성장이 예상
- ▶ 경상수지는 250억 달러의 대규모 흑자를 기록할 전망이며, 소비지출가는 연 평균 2.7%로 하향 안정화 될 전망.
- ▶ 기준금리는 현재 2.00% 수준에서 연내 동결된 상태가 유지되고, 원/달러 환율은 연 평균 1,268원을 기록할 전망

## I. 2009년 세계경제 전망

### 2009년 세계경제성장률은 -1.3%의 역 성장에 이어 2010년에도 1.9%의 저성장에 그칠 전망

2009년 세계경제는  
-1.3%의 역 성장을  
기록할 전망

세계경제는 지난 반세기 이래 최대의 침체와 위기를 경험하고 있는 중이다. 선진국을 중심으로 한 금융위기의 여파는 지난해 4/4분기부터 전세계 실물경제를 극심한 침체의 늪으로 몰아 넣었다.

이 같은 상황을 헤쳐나가기 위한 세계 각국의 신속한 정책공조와 통화 및 재정정책을 활용한 경기부양 노력이 배가되어 왔지만 기대한 만큼의 정책효과가 충분히 발휘되고 있지는 못한 편이며 이에 따라 세계경기 침체의 큰 흐름을 바꾸기도 힘에 부치는 양상이다.

국제통화기금(IMF)은 올 4월 중 세계경제전망 보고서를 통해 지난 1월 중 제시했었던 2009년 세계경제 성장률 전망치 0.5%에서 불과 3개월여 만에 -1.3%로 하향 조정했다. 이러한 하향 조정의 배경으로는 글로벌 금융시장의 조기 정상화 어려움, 국제교역규모 급감에 따른 실물경기침체 장기화 가능성, 기업 및 가계의 부도위험 등 하방위험 요인들을 제시했다.

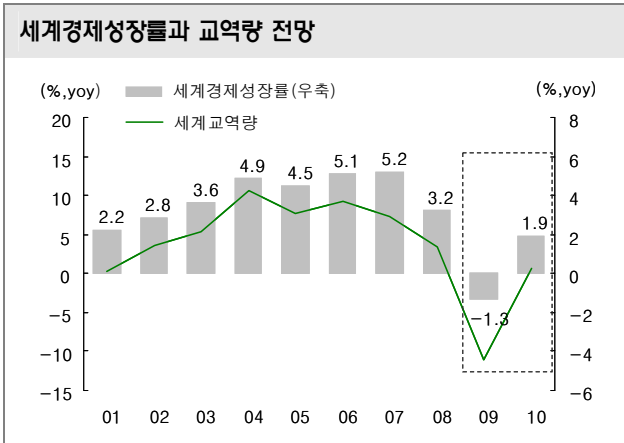
또한 세계교역규모 증가율은 08년 3.0%에서 09년에는 -11.0%로 급락할 것으로 전망하여 올 한해 세계 실물경제의 극심한 침체 정도를 대변했다.

2010년에도 세계경제는  
저성장에 머물며 과거 평균  
성장률을 회복까지 최소한  
2년 이상의 시간이 걸릴 전망

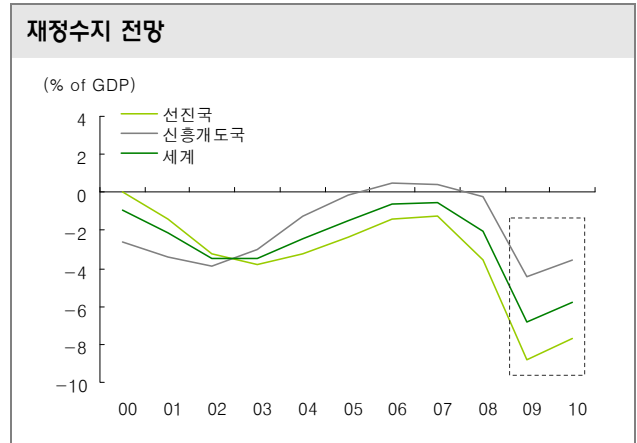
IMF는 2009년 세계경제성장률이 마이너스를 기록한 후, 2010년에도 1.9%의 저성장에 머물 것으로 전망했다. 선진국은 2009년 -3.8%에서 2010년 0.0%로 성장이 정체되고, 신흥 개도국은 동기간 중 1.6%에서 4.0%(01~08년 기간 중 평균 6.9%)의 낮은 성장에 그칠 것으로 예상했다. 이 또한 각국의 확장적인 통화정책 및 재정정책이 효과를 발휘한다는 전제에 기반하고 있어 자칫 세계경제의 장기침체 가능성도 배제할 수 없음을 시사하고 있다.

세계경제가 지난 2000년대(01~08년 기간 중) 평균성장률인 3.9%의 고 성장 달성은 차지 하더라도, 1990년대 평균인 3.1%의 성장률을 회복하는 데에도 최소한 2년 이상의 시간이 걸릴 것으로 예상되고 있다.

이와 같은 예상은 대외의존형 경제구조를 지닌 우리나라에 제약요인으로 작용할 수 밖에 없으며 국내경제의 빠른 회복을 기대하기 어렵다는 시사점을 던져주고 있다.



자료: IMF, 대신경제연구소(DERI)



자료: IMF, 대신경제연구소(DERI)

## II. 2009년 국내경제 전망

### 2009년 경제성장률 -2.3% 예상

**최근 국내경제는 금융시장의 불안이 완화되고 실물경기 급락세도 진정**

최근 국내경제는 금융불안이 다소 완화되고 일부 실물경제지표의 호전으로 경기회복에 대한 기대감이 높아지고 있다.

지난해 9월 리먼사태 이후 급등했던 시중금리와 환율은 정책당국의 공격적인 금리인하정책과 통화스왑체결 등 환율안정 노력으로 하락세를 보여왔다.

이러한 금융시장의 안정화로 실물경제의 급락세도 진정되는 모습이다. 지난해 4/4분기 중 급락했던 GDP성장률은 올 1/4분기 중 0.1%(전기비 기준)의 플러스 성장으로 전환하였으며, 경기선행지수와 광공업생산은 올 들어 3개월 연속 상승하는 등 경기가 바닥을 다지고 전환점을 확인해 나가는 중이다.

하지만 국내경기 회복에 대한 낙관적 기대감은 전반적인 경제활동이 여전히 부진하고 대내외 경제의 불확실성이 높아 경계할 필요가 있다. 대내적으로는 소비와 투자 등 내수부진이 단기간에 회복세로 돌아서기 어려운 가운데 대외적으로도 내년까지 세계경제 환경은 우리경제에 비우호적으로 작용할 소지가 크다.

이러한 인식을 바탕으로 새로이 발표된 국내외 경제지표들을 반영하고 변화된 국내의 경제여건을 고려하여 당사가 3월 발표한 경제전망치를 수정·보완하고자 한다.

**내수의 성장기여도가 급락하는 반면 순 수출의 성장기여도는 소폭 상승할 전망**

2009년 국내총생산(GDP) 성장률은 세계경제침체와 내수부진으로 1980년, 1998년 마이너스 성장을 기록한 이후 역대 세 번째인 -2.3%의 역 성장을 나타낼 전망이다. 상하반기 패턴은 계절조정 전기비 기준으로 상반기 0.4%, 하반기 0.9%로 하반기 중의 회복강도가 높아지고, 전년동분기 기준으로는 상반기 -4.3%, 하반기 -0.4%를 기록할 것으로 예상된다.

한편 금번 경제성장률 전망치는 지난 3월 전망시점의 -2.5%보다 0.2%p 상향 조정된 수치이다. 경제성장률 상향 조정의 이유는 한국은행이 발표한 1/4분기 경제성장률 속보치가 당사의 3월 전망시점의 1/4분기 경제성장률 예상치인 -5.6%(yoy)보다 1.3%p 높은 -4.3%(속보치)를 나타내었으며 실물경기의 급락세가 예상보다 빠르게 진정되고 있음을 반영한 데 따른 것이다.

내수와 순 수출(수출-수입)의 성장기여도를 살펴보면, 내수의 성장기여도는 소비와 설비투자자의 부진으로 2008년 1.4%p에서 2009년 -3.4%p로 급락하는 반면, 순 수출의 성장기여도는 수출입이 모두 감소하지만 수입감소 폭이 더욱 확대되어 지난해 보다 소폭 상승한 1.2%p를 기록할 것으로 예상된다.

**1인당 국민총소득은 2년 연속 후퇴하며 17,000달러 내외를 기록할 전망**

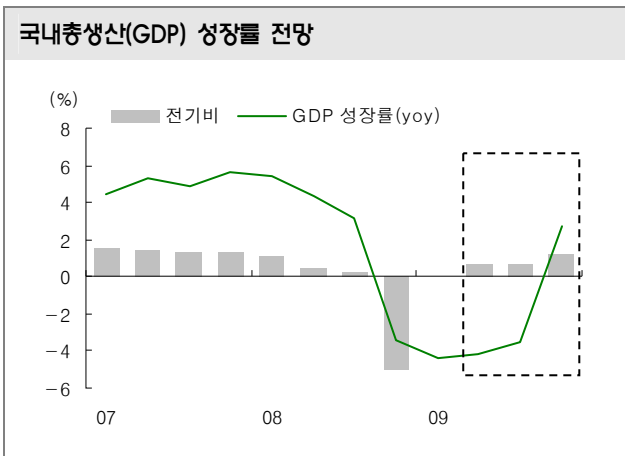
2009년 1인당 국민총소득(GNI)은 마이너스 경제성장률, 원/달러 환율 상승 등으로 2008년 (19,231달러)보다 감소한 17,000달러 내외를 기록할 것으로 추정된다. 이에 따라 1인당 GNI는 2007년 사상 처음 20,000만 달러(21,695달러)대에 진입한 뒤 2년 연속 감소세를 이어가게 될 전망이다.

\* 참고: 국제통화기금(IMF)은 최근 발표한 세계경제전망 보고서에서 우리나라 1인당 국민총소득은 올해 14,945달러에 그치고 2014년에도 20,000달러를 넘지 못하는 19,015달러로 전망한 바 있다.

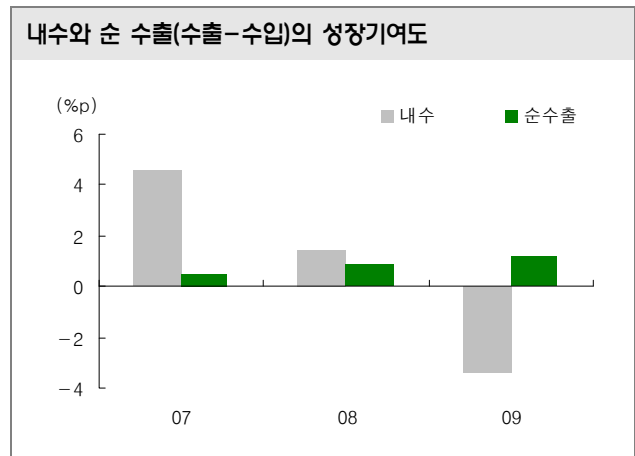
[표 1] 2009년 국내경제 전망

(단위: %, 억 달러)

	2008년	2009년				연간
	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	
GDP성장률	2.2	-4.3	-4.2	-3.5	2.7	-2.3
민간소비	0.9	-4.4	-4.2	-3.7	1.5	-2.7
설비투자	-2.0	-22.1	-24.2	-21.2	-2.1	-17.8
건설투자	-2.1	1.7	2.1	2.2	3.8	2.5
총수출(물량기준)	5.7	-10.5	-12.5	-7.3	-0.5	-7.8
총수입(물량기준)	3.7	-18.4	-19.2	-10.4	2.9	-11.6
경상수지(억 달러)	-64.1	85.8	95.2	33.5	34.3	248.8
상품수출	14.3	-24.0	-23.8	-19.1	3.8	-16.5
상품수입	21.8	-32.9	-30.6	-26.5	3.5	-22.8
소비자물가	4.7	3.9	2.6	2.0	2.5	2.7
실업률	3.2	3.8	4.0	3.8	3.7	3.8



자료: 한국은행, 대신경제연구소(DERI)



자료: 한국은행, 대신경제연구소(DERI)

### 소비부진이 지속되는 가운데 설비투자는 급감할 전망

#### 민간소비 부진이 지속될 전망

민간소비는 경기침체에 따른 고용사정 악화와 소득감소, 가계의 원리금 상환부담, 자산가격하락, 소비심리 위축 등의 요인으로 2009년 경제성장률 예상치를 하회하는 연간 -2.7%를 기록할 전망이다.

올 1/4분기 중 민간소비(계절조정 전기비 기준)는 지난해 4/4분기 중의 급락세에 대한 지지 효과와 교역조건 감소 폭의 둔화, 정부의 민생 및 고용안정 대책 등에 힘입어 전분기 큰 폭의 감소(-4.6%)에서 0.4%의 증가로 반전하였다. 하지만 전년동분기 대비 기준으로는 -4.4%로 감소 폭이 확대되었으며 당사의 추정으로는 3/4분기까지 감소세가 이어지고 4/4분기에 소폭의 증가로 반전할 것으로 전망된다.

당사의 올해 민간소비 전망치를 사용하여 계절성, 추세를 제거하고 살펴본 민간소비 순환변동치는 올 연말까지도 수축국면에서 벗어나지 못하는 것으로 나타났다. 이러한 소비부진은 세계경기침체로 수출이 과거처럼 성장을 견인하지 못하는 상황에서 우리경제에 큰 부담요인으로 작용할 전망이다.

#### 2009년 설비투자는 전년비 -18.0% 내외로 급감할 전망

설비투자는 민간소비와 더불어 내수부진의 주요 원인을 제공하고 있으며 올해 대내외 경기침체, 원/달러 환율 상승, 미래경제의 불확실성 요인 등으로 지난해 -2.0%에서 -18.0% 내외로 급감할 전망이다. 이에 따라 GDP에서 차지하는 설비투자 비중 또한 2000~2008년 평균치인 9.6%보다 크게 낮은 8.0% 내외로 급락할 것으로 예상된다.

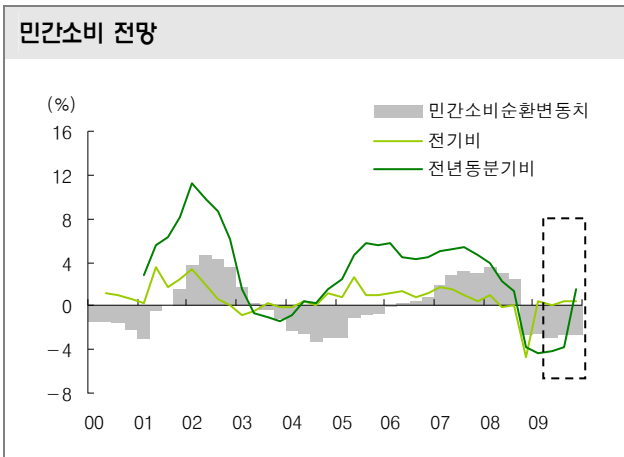
이러한 설비투자의 급감은 중장기적으로 미래의 성장잠재력 약화를 초래함은 물론 단기적으로도 기업의 신규고용 흡수력 저하와 이에 따른 가계의 소득감소 등으로 연결되는 부작용을 불러온다는 점에서 우려되는 상황이다.

#### 건설투자는 증가세로 반전할 것으로 예상되나 민간건설투자의 침체는 지속

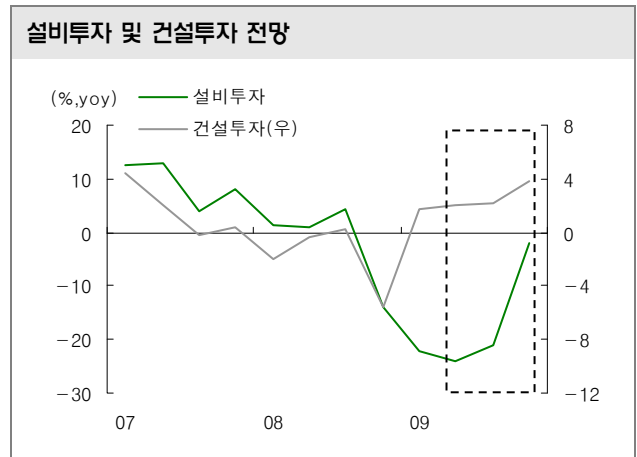
건설투자는 미분양 주택 수 적체, 건설회사 구조조정 등으로 민간건설경기 위축이 지속됨에도 불구하고 정부의 SOC부문 재정지출 확대 등 토목건설 증가에 힘입어 지난해 -3.0%에서 올해 2.5%의 증가가 예상된다.

2001~2003년 연 평균 7%내외의 증가율을 보였던 건설투자는 2004년 1.3%, 2005년 -0.4%, 2006년 0.5%, 2007년 1.4%, 2008년 -2.1% 등으로 장기부진 상황에서 벗어나지 못하고 있다.

비록 2009년 건설투자는 정부의 인위적인 토목건설 확대로 소폭의 플러스 전환이 예상되지만, 부실 건설회사 구조조정과 적체되어 있는 미분양 주택 문제가 해결되지 않는 한 기초적인 증가세로 이어지기에는 쉽지 않을 것으로 판단된다.



자료: 한국은행, 대신경제연구소(DERI)



자료: 한국은행, 대신경제연구소(DERI)

### 2009년 경상수지 대규모 흑자 전망

경상수지는 250억 달러의 대규모 흑자가 예상된다.

경상수지는 04년 이후 최대인 250억 달러 내외의 대규모 흑자를 기록할 전망이다.

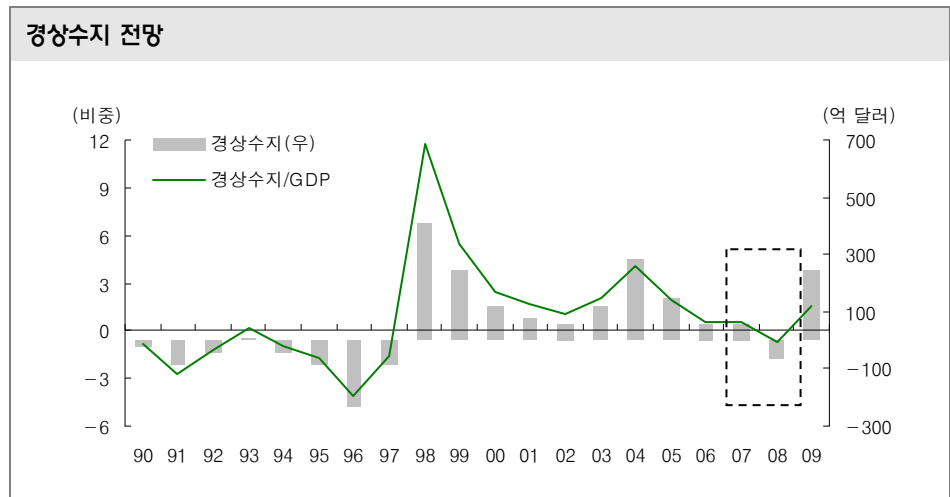
이는 내수부진에 따른 수입감소로 상품수지가 320억 달러 내외의 흑자가 예상되는 가운데 환율상승으로 여행수지 적자 폭이 크게 개선되는 등 서비스·소득·경상이전수지가 지난해 124억 달러 적자에서 올해 70억 달러 내외로 적자 폭이 축소될 것으로 예상되기 때문이다.

하지만 세계경기침체로 인해 수입감소율이 수출감소율을 크게 상회하면서 나타나는 소위 '불황형 흑자'라는 측면에서 그 의미는 반감될 수 밖에 없다.

경상수지는 250억 달러의 대규모 흑자가 예상된다.

1990년대 이후 경상수지 흑자 폭이 200억 달러를 상회했던 1998년(404억 달러), 1999년(245억 달러), 2004년(282억 달러)의 예를 살펴보면, 올해처럼 수출입 증가율이 모두 마이너스를 기록하면서 대규모 흑자를 기록한 해는 외환위기 때인 1998년 한 해뿐이었다.

한편 GDP에서 차지하는 경상수지 비중은 08년 -0.7%(추정)에서 2.6%로 확대될 것으로 예상된다. 이는 1998년 11.7%, 1999년 5.5%, 2004년 4.1%에 이은 역대 네 번째 높은 수치를 해당한다.



자료: 한국은행, 대신경제연구소(DERI)

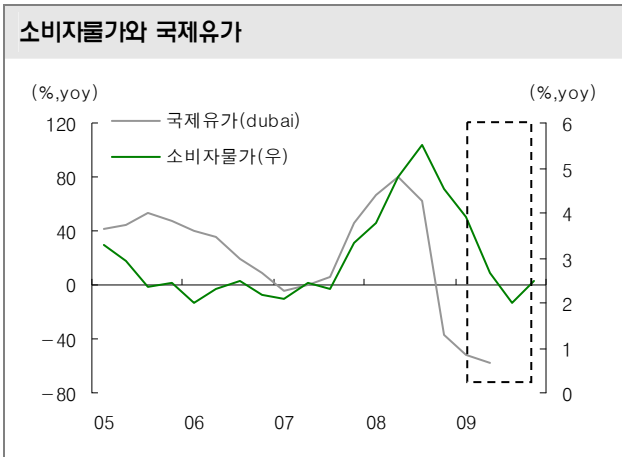
### 소비자물가는 하향 안정세를 나타낼 전망

2009년 소비자물가 상승률은 연 평균 2.7% 예상

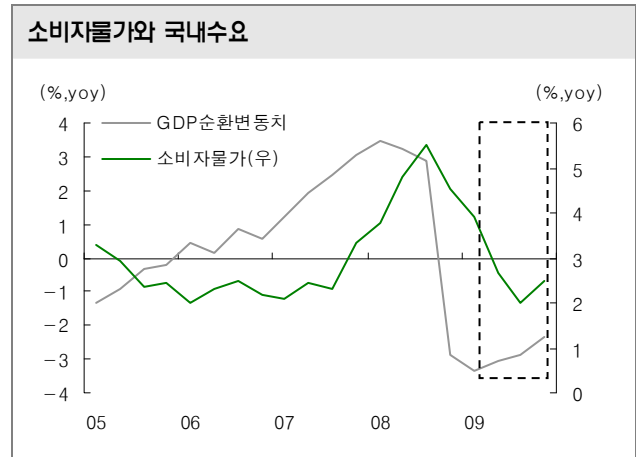
2009년 소비자물가 상승률은 원유 등 국제원자재가격 하락, 수요 부진 등으로 연평균 2.7%를 기록해 한국은행의 중기물가안정목표 수준 이내로 진입하면서 안정화될 전망이다.

소비자물가는 2008년 국제유가 급등으로 3/4분기 5.5%까지 급등한 후 4/4분기 4.5%로 오름세가 둔화되었으며, 이후 글로벌 금융위기의 여파로 실물경기 급락에 따른 수요부진이 심화되며 2009년 1/4분기 중에는 3.9%로 둔화되는 양상을 보였다.

최근에는 경기침체에 따른 수요부진과 유가하락에 이어 원/달러 환율의 하락세가 가세하고 있어 향후 소비자물가 오름세의 둔화는 지속될 전망이다. 올해 소비자물가 상승률은 2/4분기 중 2.6%로 둔화되고 3/4분기 중에는 연중 최저인 2.0%까지 하락한 뒤 4/4분기 중 완만한 경기회복이 진행되면서 2.5%로 반등할 전망이다. 석유류와 농산물을 제외한 근원물가상승률은 소비자물가 상승률을 상회하는 3.4%가 예상된다.



자료: 통계청, 대신경제연구소(DERI)



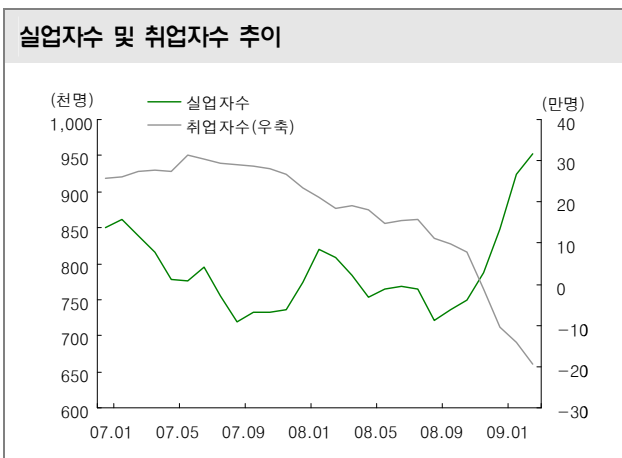
자료: 통계청, 대신경제연구소(DERI)

### 2009년 실업률 3.8%, 취업자 수 20만 명 내외 감소 예상

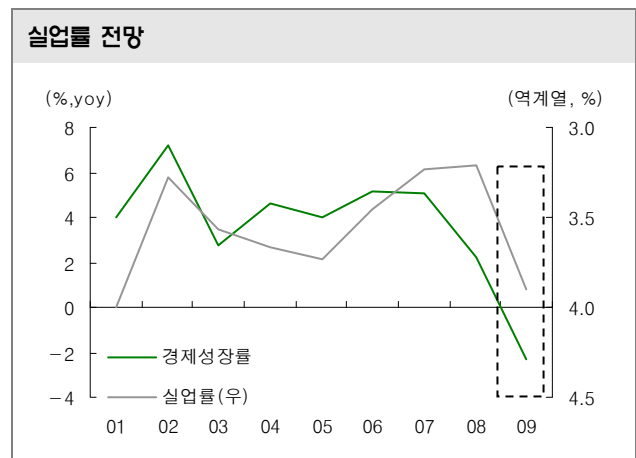
국내 고용상황은 경기침체의 여파로 실업률이 지난해 3.2%에서 올해 3.8%로 큰 폭 상승하고, 취업자수는 20만 명 내외의 감소를 기록하는 등 고용여건이 크게 악화될 전망이다.

과거 경제성장률과 실업률간의 밀접한 상관관계로 미루어 보면 올해 예상되는 마이너스 경제성장률에 따라 실업률은 4.0%를 상회할 가능성도 엿보이지만, 정부의 일자리 창출을 위한 전 방위적인 노력과 예산증액, 기업의 잡세어령을 통한 고통분담 등으로 고용악화가 일정부분 상쇄되는 측면이 있을 것으로 판단된다.

하지만 고용상황이 예상보다 악화될 소지도 여전히 남아있다. 당초 4월 국회에서 처리하기로 되어있던 비 정규직 근로자의 정규직 전환 기간연장(2년에서 4년)법안이 6월 국회로 연기되었으며, 5월 이후 본격화 될 기업구조조정에 따라 기업들의 대량 해고 사태가 발생할 가능성도 배제할 수 없다.



자료: 통계청, 대신경제연구소(DERI)



자료: 통계청, 대신경제연구소(DERI)

### 2009년 연내 기준금리 동결 전망

**통화당국의 공격적인 기준금리  
인하와 유동성 공급 확대  
정책 등으로 시중금리는  
하향 안정세를 나타냄.**

국내 금리는 지난해 10월 이후 한국은행의 공격적인 정책금리 인하와 유동성 공급 확대정책으로 국고채 금리 등 지표금리 하락을 시작으로 해 점차 우량 신용채권금리 하락으로 이어지면서 하향 안정화 추세를 보이고 있다. 또한 크게 확대되었던 신용스프레드는 우량채권 위주로 빠르게 축소되는 과정에 있다.

국고채 금리(3년)는 지난해 리먼사태로 최고 6.01%(9/26일)까지 상승하기도 하였으나, 2009년 연초에는 3.26%(1/8일)로 하락한 뒤, 정부의 추경예산 편성과 이의 재원마련을 위한 국채발행물량 확대 전망에 따른 수급불균형 우려 등으로 상승하며 현재 3% 중후반대에서 등락하고 있다.

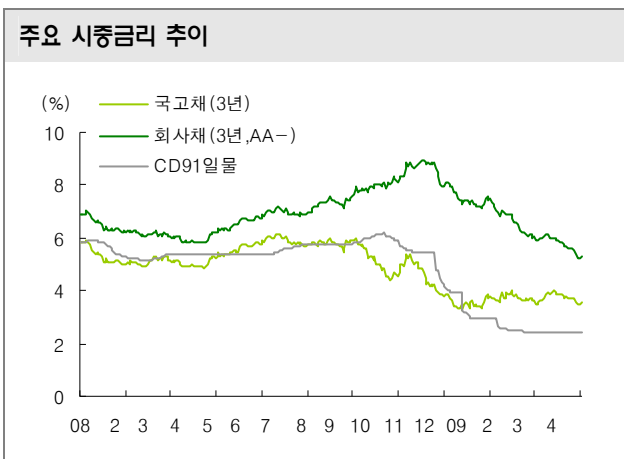
한편 신용채권 금리는 신용등급에 따라 차별화되는 양상을 보이는 가운데 회사채(AA-)와 은행채(AAA) 등 우량 신용채권금리는 정책당국의 금융시장 안정화 조치 이후 빠르게 하락하였다. 우량 회사채금리(3년, AA-)의 경우 금융시장 불안에 따른 신용경색으로 지난해 8.91%(12/1일)까지 상승한 후 지속적인 하락세를 시현하며 2009년 5/8일 현재 5.46%로 지난해 리먼사태 이전 보다 낮은 금리 수준을 보이고 있다.

이와 같은 시중금리의 빠른 하향안정화는 한국은행의 공격적인 기준금리 인하와 유동성공급 확대정책, 정부의 금융안정화조치 등이 효과를 발휘한 결과라고 할 수 있다.

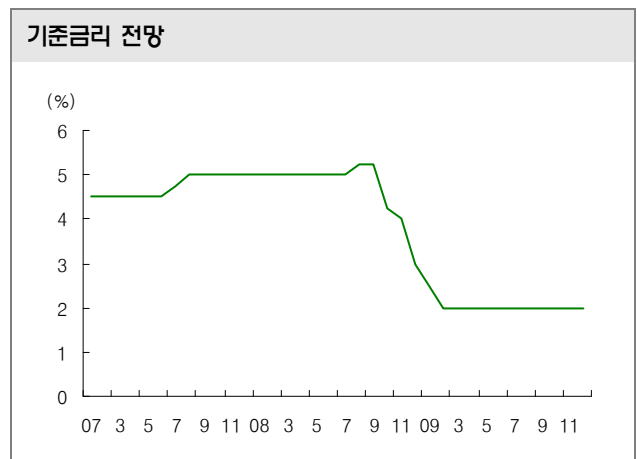
**국내경기의 바닥 확인과정과  
시중 과잉유동성을 고려할 때,  
기준금리 인하 사이클은  
사실상 종료된 것으로 판단됨.**

특히 한국은행 금융통화위원회는 신속하고 과감한 기준금리 인하를 단행해 지난해 9월 5.25%였던 기준금리를 올해 2월까지 3.25%p 내린 2.00%까지 인하한 후 5월 현재 3개월째 연속 동결된 상태를 유지하고 있다.

최근 일각에서는 실물경기 회복조짐과 시중의 과잉유동성 문제를 언급하며 선제적 기준금리 인상에 대한 필요성을 제기하고 있지만, 전반적인 국내경기가 여전히 부진하고 대내외 불확실성 요인들이 상존하고 있다는 점에서 기준금리 인상은 시기상조로 판단된다.



자료: 한국은행, 대신경제연구소(DERI)



자료: 한국은행, 대신경제연구소(DERI)

다만, 국내경기가 바닥을 다지는 과정에 있고 일부 경제지표들의 회복징후들이 나타나고 있는 점, 시중 과잉유동성에 대한 경계는 필요하다는 점 등을 고려할 때, 통화당국의 추가적인 기준금리 인하 가능성은 낮다고 판단되며 사실상 금리인하 사이클은 종료된 것으로 사료된다. 이에 따라 지난 2월 이후 3개월째 동결되고 있는 기준금리는 현 수준인 2.00%에서 연내 동결된 상태로 지속될 가능성이 높다고 판단된다.

### 2009년 원/달러 환율 연 평균 1,268원 전망

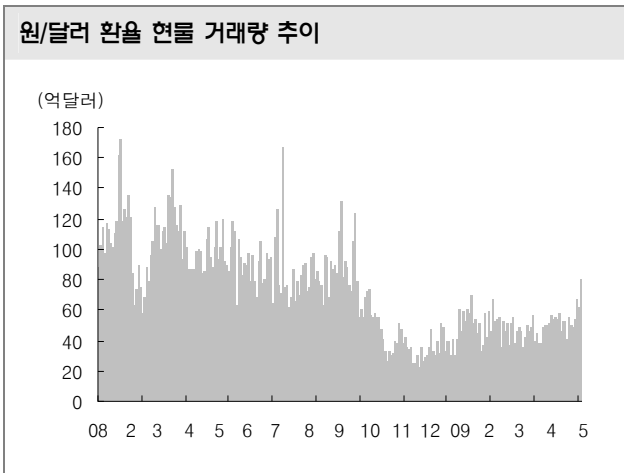
**원/달러 환율은 하반기로 갈수록 강세를 나타내 연 평균 1,268원을 기록할 전망이다**

지난해 급등했던 원/달러 환율은 올 들어서도 글로벌 신용경색이 해소되지 않는 가운데 외화자금의 순 유출, 1월 중 무역수지 및 경상수지의 큰 폭 적자 전환, 3월 위기설 등으로 3월 초 미 달러당 원화환율은 1,570원까지 가파르게 상승하였다.

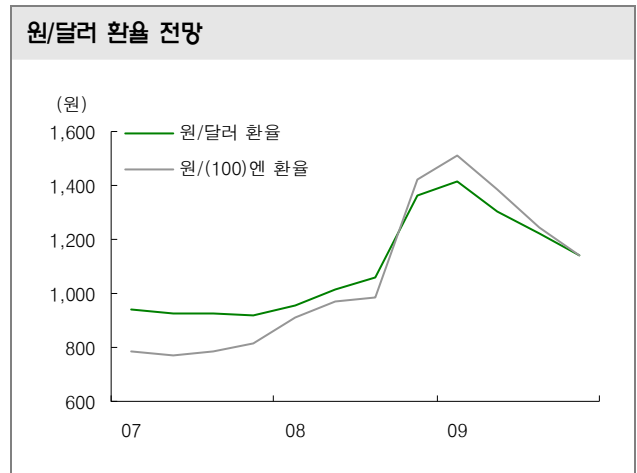
하지만 글로벌 신용경색 현상이 완화되고 국내 금융권의 해외 외화자금조달이 재개되는 가운데 경상수지의 대규모 흑자지속, 외국인의 주식 및 채권 순매수세가 이어지면서 원/달러 환율은 3월말 1,384원, 4월말 1,282원 수준으로 하락하는 모습을 나타내었다.

5월 들어서는 원/달러 환율의 하락 속도가 더욱 가팔라지고 있다. 원/달러 환율은 5/11일 현재 2008년 10/2일(1,223.5원) 이후 최저치인 1,237.9원까지 급락했다. 이는 올해 고점대비로는 불과 50거래일 만에 달러 당 333원이나 급락한 것으로 이 기간 중 원화가치 상승률은 무려 21%에 달한다.

당사는 지난 3월 환율전망을 통해서도 밝혔듯이, 글로벌 신용경색의 완화와 경상수지 흑자폭 확대 등의 요인으로 원/달러 환율이 하반기로 갈수록 낮아질 것으로 예상한 바 있다. 하지만 최근 원/달러 환율의 하락 속도는 정책당국이 환시장 개입을 걱정해야 할 만큼 당초 예상보다 빠르게 나타나면서 오버슈팅 측면이 강하다고 판단된다. 이는 시장가격 변수의 특성상 흔히 나타나는 현상으로 이해될 수도 있지만 단기간의 급등락은 경제에 부정적 충격을 주는 점에서 우려된다.



자료: 연합인포맥스, 대신경제연구소(DERI)



자료: 한국은행, 대신경제연구소(DERI)

2009년 원/달러 환율은 상반기 평균 1,357원, 하반기 1,180원 수준을 보여 연 평균 1,268원을 기록할 것으로 예상된다. 글로벌 신용경색의 완화에 따른 달러화 안전자산 선호 현상 약화, 국내기관의 외화자금조달 여건 개선, 대규모 경상수지 흑자 예상, 외국인의 주식 및 채권 순매수 등 원화가치 상승 요인이 복합적으로 작용하면서 나타나는 자연스런 조정과정이 진행될 전망이다.

# 미국 경제전망

Economist 나중혁 ☎ 769-3108 jhna73@deri.co.kr

## 2010년까지 저성장 국면 지속, 높은 기대는 금물

- ▶ 경기 침체의 골이 깊어지면서 마이너스 2%대 역성장이 불가피
- ▶ 특히, 투자 및 고용 기반이 붕괴되면서 잠재 성장률 수준의 경기 회복은 2011년이나 가능할 전망
- ▶ 단, 연내 주택경기가 바닥을 확인하고 금융시장이 점차 안정되는 것에 의미를 부여해야

## I. 2010년까지 저성장 국면 지속 예상

### 2/4 분기를 경기 저점으로 원만한 경기 회복 전망

지난 08년 3/4분기를 시작으로 마이너스 성장 국면에 접어든 미국 경제는 4/4분기에 무려 -6.3%, 그리고 09년을 시작하는 첫 분기에는 -6.1%(예비치)에 이르는 급격한 역성장을 기록하며 장기 경기 침체의 우려를 높였다.

과거 미국 경제가 3분기 연속 마이너스 성장을 기록한 것은 GDP 지수산정(1947년) 이후 단 한 차례(지난 1974년 3/4분기~ 1975년 1/4분기)에 불과했다는 점을 감안할 때 이번 경기 침체의 골이 얼마나 깊은지 가늠할 수 있다.

그러나 올 초 주요 경제지표에서 확인되던 바닥 징후가 대표적 후행지표에 해당하는 고용시장(4월 월간 신규고용 감소가 5개월 만에 처음으로 60만명 하회)에서도 포착되면서 FRB 및 정부의 적극적이고 전방위적인 경기 부양 효과가 점차 가시화되고 있음을 말해준다.

[표] 미국 주요 경제지표 추이 및 전망

(단위: 전분기연율)

	2007	2008	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	2009F	2010F
실질 GDP	2.0	1.1	-6.1(-2.6)	0.9(-3.1)	2.3(-2.4)	1.7(-0.4)	-2.1	1.8
개인소비지출	2.8	0.2	2.2(-1.2)	-1.8(-2.0)	1.0(-0.8)	0.9(0.6)	-0.9	1.1
총국내투자	-5.4	-6.7	-51.8(-24.2)	11.6(-19.7)	3.5(-19.1)	8.3(-11.9)	-18.9	5.9
소비자물가	2.9	3.8	-0.2	-0.8	-1.3	1.3	-0.2	2.4
실업률	4.6	5.8	8.1	9.1	9.3	9.2	8.9	8.5
연방기금금리	4.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.00
Bloomberg Consensus	-	-	-5.0	-2.0	0.4	1.5	-2.5	1.9

주: ( ) = 전년동기비(%)

자료: 대신경제연구소(DERI)

### 그러나 잠재성장률 수준의 경기 회복은 2011년 이후에나 가능할 듯

물론 GDP의 약 70%를 차지하는 소비 여건이 크게 훼손된데다 지난 1/4분기 GDP 결과에서 기업투자 및 고용시장 기반이 자생적으로 회복되기 어려울 만큼 붕괴된 점을 감안할 때 당분간은 글로벌 경기 위축이 지속되면서 내수경기에 의존하는 반쪽짜리 경기 회복을 기대할 수 밖에 없는 구조가 이어질 가능성이 크다.

따라서 경기선행지수를 비롯하여 각종 주요 체감경기지표, 그리고 주택경기를 비롯한 주요 실물경기지표는 이번 2/4분기를 경기 저점으로 미약하지만 원만한 경기 회복이 충분히 가능할 것임을 시사하고 있지만 개인소비지출 증가 → 기업투자 확대 → 고용시장 회복으로 이어지는 경기 선순환을 이끌어내기까지 적지 않은 시간이 소요될 것으로 예상된다.

## II. 2/4분기 경기 저점 형성 가능성 증대

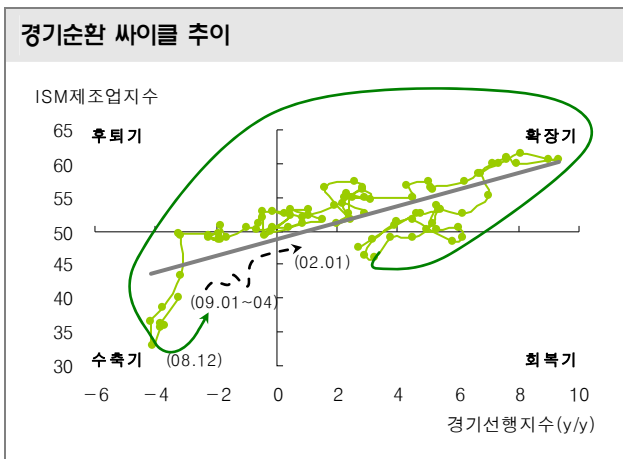
### 그러나 경기순환상 회복국면 진입은 빠르면 4/4분기 이후에나 가능

2/4분기 경기 저점이 예상되나  
경기순환상 회복국면 진입은  
빠르면 4/4분기 이후에나  
가능할 듯

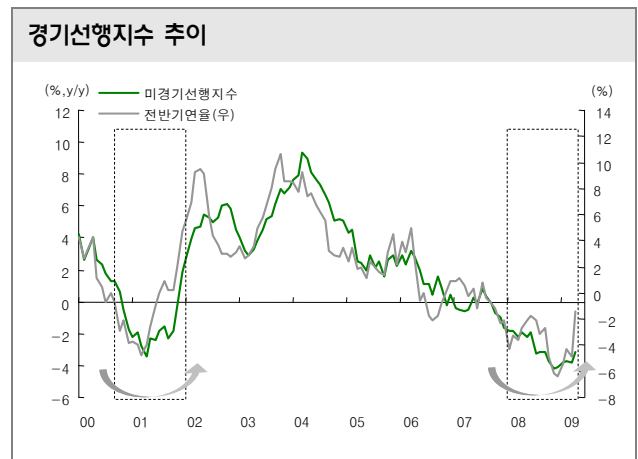
일단 긍정적인 부분부터 시작하기로 하자. 체감경기와 경기선행지수가 실제 경기에 선행한다는 점을 착안하여 당사가 ISM 제조업지수와 경기선행지수를 토대로 추정한 경기순환 사이클<sup>1</sup>에서 이번 2/4분기 경기 저점 가능성이 확연하고 포착되고 있어 09년 연간으로는 마이너스 성장이 불가피하지만 하반기 완만한 경기 회복이 가능할 전망이다.

미국 제조업 체감경기를 대표하는 ISM 제조업지수는 지난 12월을 저점으로 4개월 연속 반등세를 이어가고 있으며, 올 들어 3개월 연속 전월비 하락하며 경기 회복에 대한 불확실성을 키웠던 경기선행지수 역시 당사 추정에 의하면 지난 4월 중 전월비 0.8% 내외의 급반등이 가능할 것으로 예상되고 있어 경기 저점에 대한 논란이 종식될 가능성이 높기 때문이다.

사실 지난 4/4분기 및 이번 1/4분기 성장률이 급감한 것에서 알 수 있듯이 경기 침체의 골이 과거 그 어느 때보다 깊었고 경기 선순환 구조로의 전환에 필요충분조건에 해당하는 투자 및 고용 기반이 크게 훼손되면서 사실상 연내 경기 회복을 기대하기도 어려운 상황이었다.



자료: Bloomberg, DERI



주: 4월 경기선행지수는 당사 추정치 사용  
자료: Bloomberg, DERI

그러나 지난 12월 경기선행지수를 시작으로 1월 이후 소매판매 및 ISM 체감지표 등에서 미약하게나마 경기 저점 징후가 포착되면서 증시의 베어마켓 랠리가 시작되는 계기로 작용하고 있고 여기에 대표적 후행지표인 고용시장에서도 바닥 징후가 포착되면서 2/4분기 경기 저점에 대한 시장의 신뢰는 더욱 강화될 것으로 예상된다.

단, 글로벌 경기 침체를 동반한 이번 경우에는 소비 및 투자 회복 속도가 상당히 완만하게 진행되면서 경기순환상 회복국면으로의 진입은 빠르면 오는 4/4분기에나 가능할 것으로 사료되는 만큼 경기 전반에 대한 높은 기대는 경계해야 할 것으로 판단된다.

<sup>1</sup> 통상 경기 하강 시 장단기금리 스프레드, 통화량, 그리고 경기선행지수를 가지고 경기 회복 시점을 어렵지 않게 가능할 수 있지만 이번 케이스는 서브프라임 사태라는 새로운 변수로 인해 그 효용성이 크게 떨어지는 모습이 관측됐고 체감지표를 포함한 경기 사이클이 보다 높은 예측성을 가지는 것으로 나타났다.

### III. 소비 조정은 쉽게 벗어날 수 없는 늪

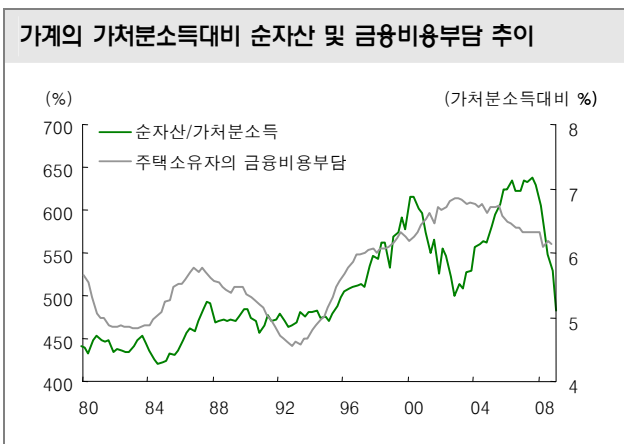
#### 소비 조정은 당초에 예상보다 완만한 -0.9% 내외에 그칠 전망

##### 우려했던 급격한 소비 조정 가능성은 낮아짐

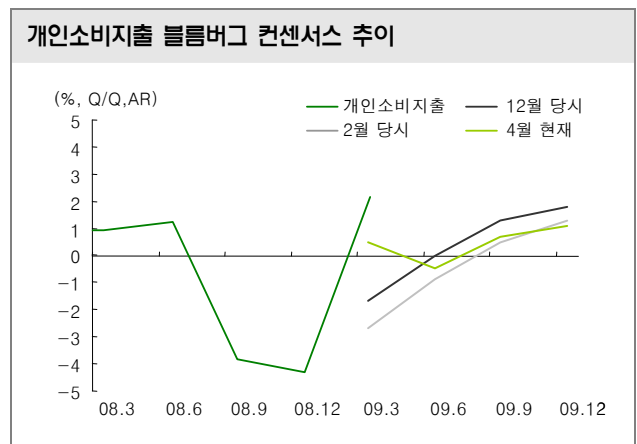
민간소비를 둘러싼 주변 환경은 과거 대공황 이후 최악으로 평가된다. 지난 07년 2/4분기 중 6.4배에 달했던 가계의 가처분소득대비 순자산가치는 08년 4/4분기 현재 4.8배로 급감했다. 동시에 가계 부채가 부동산 버블 붕괴에 따른 경기 침체로 모기지론 및 소비자신용 부채가 늘어나면서 약 14조달러에 달하고 있어 소비 조정이 불가피함을 시사한다.

그러나 당초 연간 -1.5%로 09년 성장 후퇴를 주도할 것으로 예상했던 개인소비지출이 지난 1/4분기 중 시장 컨센서스를 상당 폭 상회하는 2.2% 증가한 것으로 나타나 경기 전반에 대한 시장의 우려가 한층 완화되는 모습이다.

개인소비지출이 GDP의 약 70% 비중을 차지하는 만큼 그 중요성은 아무리 강조해도 지나치지 않는데 지난 1/4분기 GDP 결과 및 시장 컨센서스는 소비 조정에 대한 우리의 생각이 다소 경직되어 있음을 말해준다.



자료: Bloomberg, Federal Reserve, DERI



자료: Bloomberg, DERI

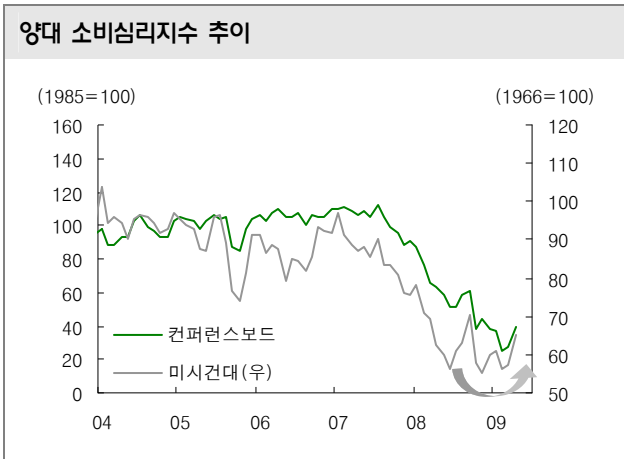
##### 그러나 소비 회복 속도는 상당히 완만하고 2010 년에도 1% 내외에 그칠 전망

장기간 지속된 자산가치 하락 및 일자리 급감에도 불구하고 일단 국제유가가 하향안정된 것이 소비심리 안정 및 지출 확대에 일부 기여한 것으로 사료되며 FRB의 제로금리, 그리고 미 정부의 세금환급 등을 통한 경기부양 노력이 더해지면서 미국 소비자들로 하여금 일정 수준의 소비를 유지하도록 유도하고 있는 것으로 보여진다.

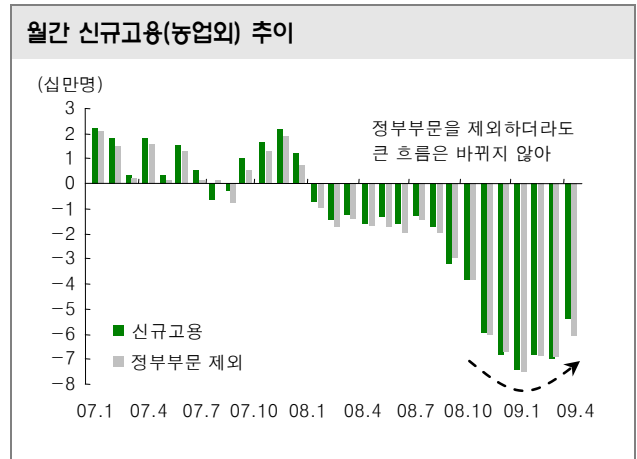
또한 대표적인 후행지표에 해당하는 고용지표에서조차 지난 1월을 저점으로 점차 노동시장의 경색이 완화될 조짐을 보이고 있는 점 역시 소비 진작 차원에서 긍정적인 부분으로 해석된다.

4월 비농업부문의 고용 감소는 53.9만명에 그쳐 최근 5개월 만에 처음으로 60만명을 하회했으며 지난 1월 중 기록한 74.1만명 고용감소를 기점으로 점차 최악의 상황에서 벗어나고 있음을 시사하고 있는데 고용지표를 다소 과대 포장하고 있는 정부부문의 고용을 제외하더라도 큰 흐름에서 바닥 징후가 확인되고 있다.

따라서 소비심리 및 소비지출 회복 → 기업투자 확대 → 고용시장 회복으로 이어지는 경기 선순환의 흐름은 이번 2/4분기를 기점으로 시작될 것으로 예상되나 그 속도는 상당히 완만하며 경기순환 사이클 상 회복국면으로의 전환은 빠르면 오는 4/4분기 이후에나 가능할 것으로 예상된다. 또한 2010년에도 개인소비지출은 연간 기준으로 1% 내외에 그칠 정도로 회복 속도는 상당히 완만할 전망이다.



자료: Bloomberg, DERI



자료: Bloomberg, DERI

## IV. 투자 환경 악화는 또 하나의 저성장 지속 요인

### 09년 역성장의 주범, 그러나 2/4분기 이후 완만한 투자 확대 예상

**1/4 분기 투자 급감으로  
09년 역성장의 주범이되나  
2/4 분기 이후 완만한  
회복기조를 이어갈 전망**

내외외환이 깊어지면서 투자 환경이 급속도로 악화되고 있다. 국내고정투자 기여도는 지난 1/4분기에는 무려 -6%의 성장 기여도를 나타내며 7분기 연속 마이너스 행진을 이어갔으며 단일 수치로는 3분기 연속 마이너스 행진을 이어갔던 지난 1980년 2/4분기(-6.3%) 이후 최악이다.

특히, 지난 1/4분기에는 기업재고(1.37천억달러 급감)가 사상 최대 감소폭을 기록하며 경제 성장률을 무려 2.8%p나 깎아내렸고, 거주용 건설투자는 13분기 연속 마이너스 성장을 이어가는 모습이다. 장기간 지속되고 있는 주택가격 하락 및 높은 재고 부담을 감안할 때 연내 관련업 투자 위축이 지속될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

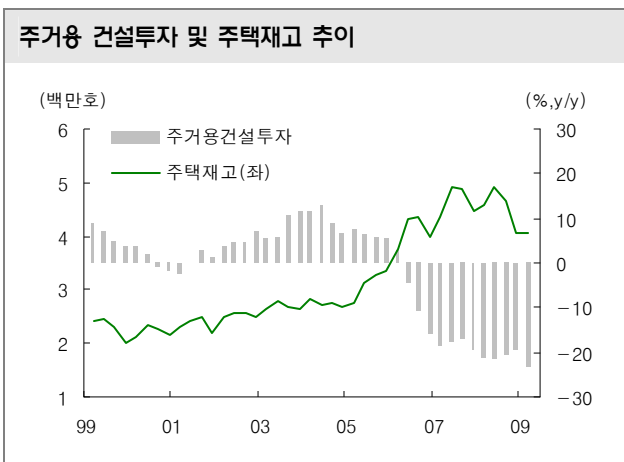
또한 미국 금융당국이 19개 대형 은행을 대상으로 실시한 스트레스 테스트 결과, 10개 은행에 총 746억달러의 추가 자본이 필요한 것으로 나타났고, 더욱이 비관적인 경제전망(실업률 10.3%, 주택가격 22% 추가 하락, -3.3% 성장)을 가정할 때 내년 말까지 은행권은 총 6천억달러의 손실을 볼 수 있을 것으로 추정되고 있어 기업들은 신규투자를 위한 유동성 확보에 어려움을 겪을 것으로 예상된다.

**은행의 대출 요건 강화로  
신규투자를 위한 자금 확보에  
어려움을 겪을 것으로**

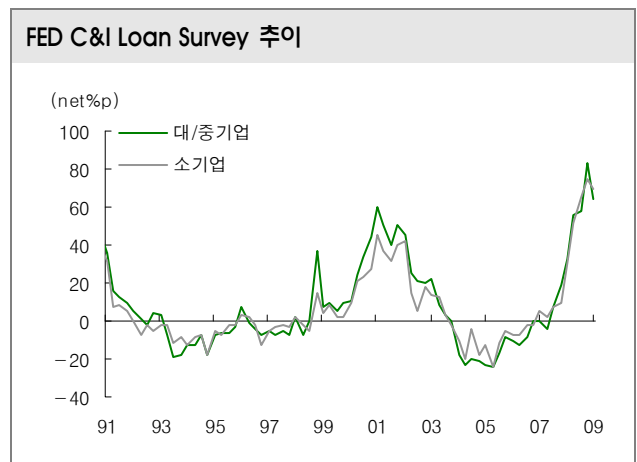
실제로 Fed에서 미국 내 30대 은행을 대상으로 실시하는 C&I Loan 서베이에 따르면 이들 은행들은 지난 90년 서베이 시작 이후 가장 엄격한 대출 심사 조건을 제시하고 있는 것으로 나타나 사실상 빠른 투자 회복을 기대하기 어렵다.

그러나 그럼에도 불구하고 각종 주요 경제지표에서 경기 저점 시그널이 확인되고 있고 2/4분기를 기점으로 적극적인 정부 지출을 통한 국내 인프라 투자가 본격화된다는 점을 감안할 때 기업투자는 완만하지만 점차 회복 기조를 유지할 수 있을 것으로 예상된다.

특히, 지난 6분기에 걸쳐 기업채고가 급감하면서 채고 부담이 크게 줄어든 것은 경기부양에 맞물려 2/4분기 이후 성장 회복을 이끌어내는데 긍정적 변수로 작용할 소지가 높다는 점에 주목해야 한다.



자료: Bloomberg, DERI



자료: Bloomberg, Federal Reserve, DERI

## V. 바닥권에 근접하고 있는 주택경기

### 모기지금리와 주택가격 안정은 긍정론에 힘을 실어주는 요인

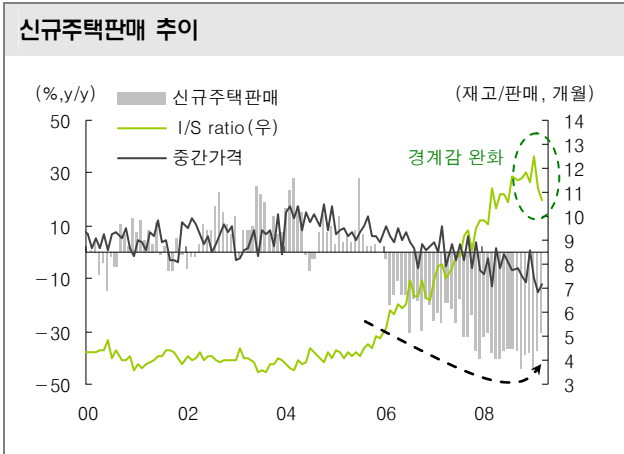
**정부의 강력한 부동산  
안정 대책이 주택경기가  
바닥을 확인하고 완만한  
경기 회복을 지지하는데  
긍정적으로 작용할 전망**

부동산시장의 안정을 이끌어내기 위한 정책당국의 보다 실질적인 대책들이 가시화되면서 경기 회복에 걸림돌로 작용하던 주택경기가 당초 예상대로 2/4분기를 기점으로 바닥권에 근접하고 하반기 완만한 경기 회복을 지지하는 가장 중요한 모멘텀으로 작용할 전망이다.

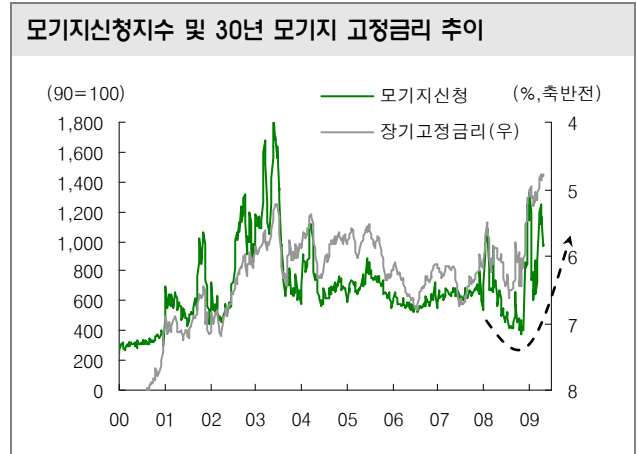
기존주택시장에서는 이미 지난 4/4분기 이후 바닥권이 멀지 않았음을 시사하는 시그널이 감지되어 왔는데 경기에 민감하게 반응하고 상대적으로 가격 경직성이 유지되던 신규주택시장에서도 채고부담이 완화되는 긍정적인 흐름이 관측되고 있다.

주목할 것은 2750억불 규모의 주택차압 방지대책 및 3000억불에 달하는 장기 국채 매입을 통한 credit easing 정책 등과 같은 정책당국의 부동산시장 안정을 위한 적극적인 지원이 채고 부담을 줄이고 주택 수요와 밀접한 상관성을 보이는 모기지금리 및 주택가격의 하향 안정을 이끌어내는 등 정책적 효과가 점차 가시화되는 조짐을 보이고 있다는 점이다.

우선, 모기지금리의 척도가 되는 30년 모기지 고정금리는 지난 3월 중순 이후로 지난 1972년 지수 산정 이후 처음으로 5%대 밑으로 진입한 이후 최근까지 4.8%대에서 하향 안정화되고 있는데 정책당국은 주택경기가 회복될 때까지 4% 중후반의 안정된 모기지금리를 목표로 하고 있다.



자료: Bloomberg, DERI

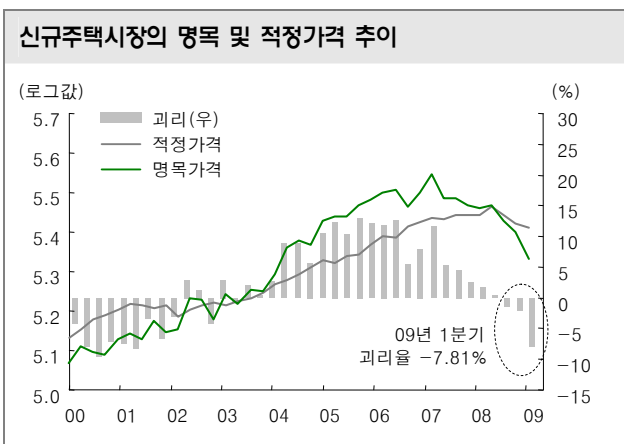


자료: Bloomberg, Freddie Mac, DERI

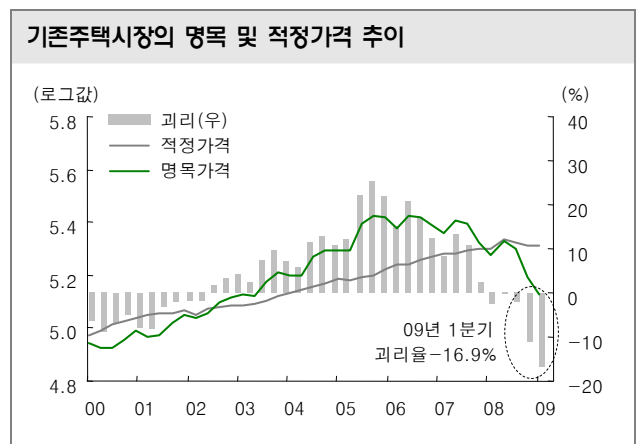
**이번기로 갈수록 주택가격 메리트가 부각되면서 주택경기 회복을 도울 것으로**

또한 당사 회귀분석에 의하면 신규 및 기존주택가격은 지난 1/4분기 중 이미 각각 적정수준을 7.8%, 16.9% 하회하고 있는 것으로 추정되고 있는데 주택가격 안정을 전제로 4%대 모기지금리와 함께 충분히 실수요를 유발할 수 있는 수준에 도달한 것으로 판단된다.

실제로 미 연방주택기업감독청(OFHEO)이 발표하고 점보론이나 서브프라임 론을 받은 주택들은 포함되지 않는 OFHEO 주택가격지수는 지난 1월 중 11개월 만에 처음으로 전월비 상승 전환한 이후 2개월 연속 반등세를 이어가고 있어 경기 바닥론에 힘을 실어주고 있다.



주: 적정가격은 실업률, 개인소득, 모기지금리 등을 이용한 회귀분석 추정치임  
자료: Bloomberg, DERI



자료: Bloomberg, DERI

# 일본경제

Economist 문정의 ☎ 769-3083 mjhsilon@deri.co.kr

## 대내외 수요 감소 지속으로 경기 침체 지속

- ▶ 2008년 일본 경제는 대외 수출 감소와 설비투자 급감으로 10년 만에 마이너스 성장 기록
- ▶ 09년 1분기 글로벌 금융시장 안정, 정부의 경기부양책, 중국 등 신흥국가의 경기 회복 수혜로 일본 경기도 바닥을 통과할 전망
- ▶ 09년 글로벌 경기 부진, 재고 조정 지속으로 일본 경제성장률 급락 및 경기 침체 지속 예상

### I. 09년 대내외 수요 감소로 -5.0% 성장 전망

**08년 대외 수요 급감과  
업황 부진으로 10년 만에  
마이너스 성장**

지난 2008년 일본 경제는 대내외 수요 급감으로 98년 이후 10년 만에 마이너스 성장에 진입하였다. 특히 08년 4분기 성장률은 전분기 대비 -3.2%, 전년동기대비 -4.3%를 기록하여 지난 55년 내각부에서 발표를 시작한 이래 분기 성장률로는 최저치까지 급락하였다.

성장 부진의 원인은 글로벌 실물경기 침체에 따른 수출 급감 때문이었다. 대외 수요 감소는 일본의 순수출 성장 모멘텀을 약화시키고, 이는 다시 기업의 업황 부진으로 이어져 기업들의 설비투자 감소폭이 확대되었다. 기업 업황이 극도로 악화되면서 고용 수요 감소와 임금 삭감 등으로 이어져 민간 소득 및 소비도 위축되었다.

09년 1분기에는 글로벌 금융시장이 다소 안정되었고, 실물경기도 회복되고 있는 모습을 보이고 있다. 하지만 일본의 내수 경기 회복 속도는 매우 완만하게 진행될 것으로 예상된다. 특히 지난 08년 4분기에 누적된 재고 부문이 09년 성장률 하락의 주된 원인이 될 것으로 사료된다.

[표] 주요 투자은행의 일본 경제 전망 (2009.02)

	2009					2010(F)
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	
Barclays Capital	-9.8	-2.5	-0.1	1.9	-5.9	1.1
Bank of America	-0.6	-0.7	0.0	0.8	-1.9	1.2
Citi	-12.0	-2.9	-1.7	0.8	-6.7	0.4
Credit Suisse	-8.0	1.5	0.0	0.5	-4.7	1.2
Deutsche Bank	-10.4	-6.7	-4.9	-3.1	-7.6	-1.9
JP Morgan	-12.0	-2.5	-1.0	2.0	-6.5	2.2
평균	-8.8	-2.3	-1.3	0.5	-4.7	0.3
대신경제연구소	-9.2	-6.5	-4.5	0.3	-5.5	1.0

자료: 국제금융센터

## II. 2009년 상저하고 경기 사이클 전망

### 1. 1분기 바닥 통과 기대감 확산

#### 1분기 경기 회복 기대감 확산

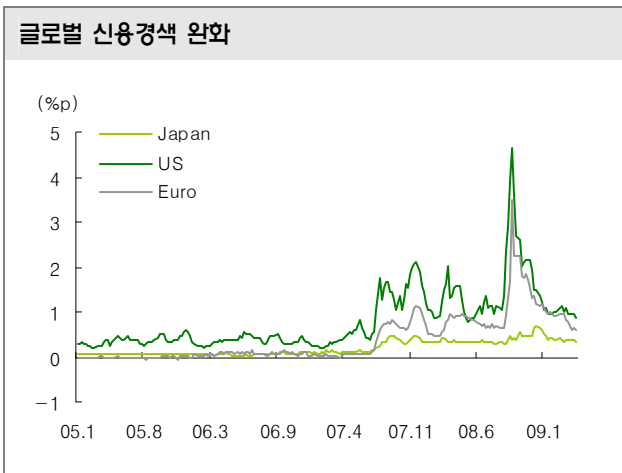
##### 1) 글로벌 금융시장 안정 및 엔달러 환율 상승

최근 글로벌 금융시장 안정과 실물경기의 바닥 통과 기대감이 확산되면서 일본 경기 역시 1분기를 바닥으로 2분기부터 완만한 회복이 가능할 것으로 기대되고 있다. 이러한 전망의 근거는 다음과 같다.

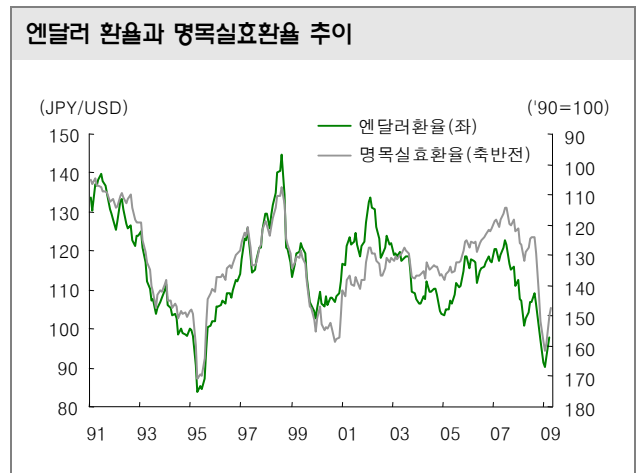
첫째, 글로벌 금융시장이 안정권에 진입하고 있다는 점이다. 그 동안 글로벌 실물경기 침체의 주된 원인이었던 신용경색이 최근 각국 정부의 적극적 경기부양과 유동성 공급 등으로 안정화되고 있는 모습을 보이고 있다.

미국과 유럽, 일본 등 주요국의 장단기 금리차(3개월 Libor-국채 3년물금리)가 지난 08년 11월 이후 급격히 떨어지고 있는 것으로 나타났다. 미국과 유럽, 일본 등 3개국의 3개월 Libor 금리에서 각국 국채 3개월 금리를 차감한 단기 금리차는 지난 2007년 8월 이후 상승하기 시작하여 08년 11월에는 최대치까지 상승하였고, 이후 각국에서는 금융시장 안정을 위해 유동성 공급과 장기채권 매입 등을 시행하여 최근에는 07년 8월 수준까지 하락하였다.

금융시장 안정으로 인해 90엔대 초반까지 하락했던 엔달러 환율은 최근 다시 100엔대 전후로 상승하였으며, 이러한 엔화 가치 하락은 일본 수출 경기 회복에 청신호가 되고 있다. 금융시장 불안으로 엔달러 환율이 급락함으로써 명목실효환율도 큰 폭으로 하락했으나 최근 엔달러 환율이 상승함으로써 명목실효환율도 상승하고 있다.



주: 3개월 Libor 금리 - 국채 3개월물 금리  
자료: 일본 내각부, 대신경제연구소(DERI)



자료: 일본은행, 일본 내각부, 대신경제연구소(DERI)

##### 2) 중국 등 아시아 신흥국가의 내수 경기 회복 조짐으로 일본 수출 경기 회복 기대

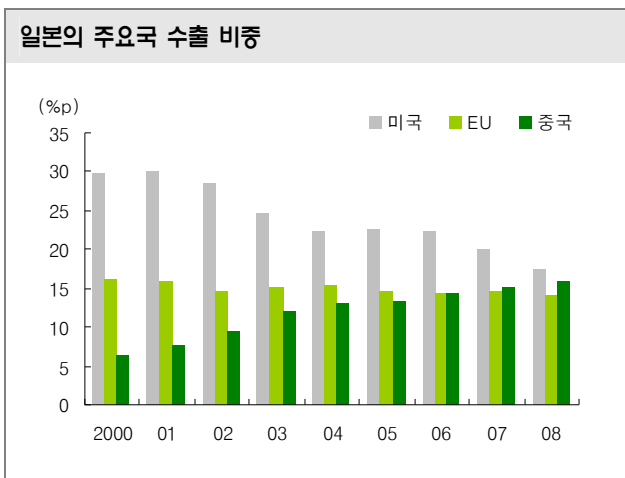
둘째, 중국 등 아시아 신흥국가의 경기 회복에 대한 가장 큰 수혜를 받을 것이라는 기대감이 있다. 일본의 국가별 대외 수출 비중은 미국과 유럽 등 서방 선진국 비중이 약 40%를 차지하고 있으나, 최근 대중국 수출 비중이 16%대까지 증가하였고, 중국을 포함한 아시아 역내 수출 비중은 약 50%에 달한다. 지난 2002년 이후 중국 등 아시아 수출 비중이 점차 확대되면서 역내 수출 증가에 따른 가장 큰 수혜를 받은 선진국이 바로 일본이었다.

최근 중국의 투자와 소비 등 내수 경기가 성장률 하락을 완충시키고 있고, 이러한 아시아 국가들의 내수 경기 회복으로 인해 일본의 아시아 수출이 점차 증가할 것으로 기대된다.

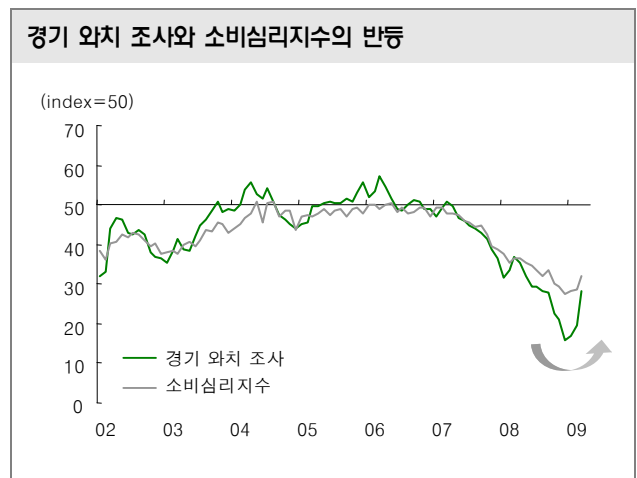
**3) 정부의 대규모 경기부양 발표, 경제 주체들의 심리적 안정**

마지막으로 일본 정부의 대규모 경기부양책 발표와 이에 따른 경제 주체들의 경기 바닥 기대감이 확산되고 있다는 점이다. 일본 정부는 경기부양을 위해 총 사업규모 132조엔, GDP의 약 26%에 해당하는 금액을 책정했다. 재정적자로 인해 실제 정부가 출자하는 금액은 1/10 수준에 불과하지만 역대 최대 규모의 사업비 지출 계획을 확정했다는 점에서 이에 따른 경기 부양 효과가 기대된다.

뿐만 아니라 내각부에서 발표하는 경기 와치 조사와 소비자심리지수가 지난 12월 이후 3개월 연속 상승하고 있다는 점에서 경제 주체들의 심리적 안정도 조기 경기 회복 기대감을 반영하고 있다.



자료: 일본 재무성, 대신경제연구소(DERI)



자료: 일본 내각부, 대신경제연구소(DERI)

**2. 구조적 문제와 재고 조정 등으로 회복 속도는 매우 완만**

**구조적 문제와 재고 조정 등으로 경기 회복 속도는 매우 완만할 전망**

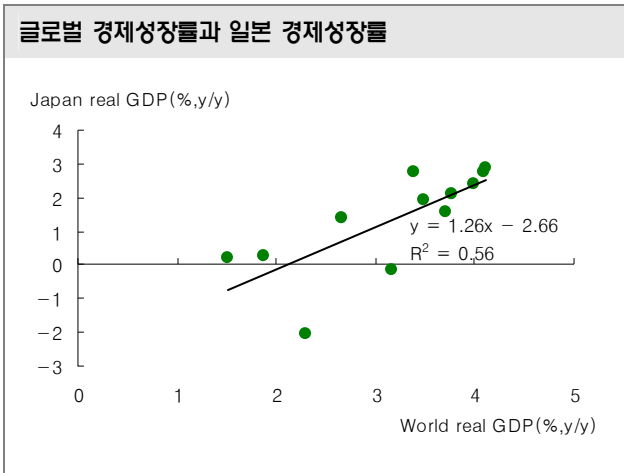
2009년 일본 경제가 1분기에 경기 바닥을 통과할 것으로 기대되지만 회복 속도 역시 매우 완만하게 진행될 것으로 예상된다. 특히 대외 불확실성이 완전히 해소되지 않았고, 일본 경제의 구조적 문제와 지난 4분기 급증한 재고 조정이 연내 지속될 가능성이 높다.

우선 일본 경제뿐만 아니라 글로벌 경제의 경기 바닥 통과가 상반기에 나타날 것인가에 대해 단언하기 어려운 상황이다. 여전히 금융시장의 리스크 요인은 해소되지 않았고, 세계 최대 경제규모인 미국 경제의 경기 턴어라운드도 포착되지 않았다. 최근 미국의 경기선행지수가 바닥을 확인하고 있지만 실제 경기 반등은 2분기 이후에나 나타날 것으로 예상되고 있다.

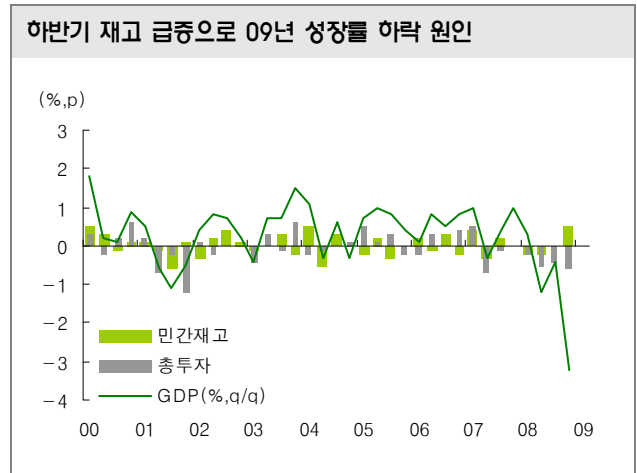
또한 일본 경제의 구조적 문제도 산재해 있다. 이미 인구 감소로 인해 노동생산성은 급격히 하락하고 있으며, 자본 생산성도 저금리로 인해 한계에 봉착해있다. 그 동안 성장을 주도했던 대외 수출 경기가 본격적으로 회복되기 위해서는 아시아 신흥국가의 경기회복뿐만 아니라 미국과 유럽 등 전체 수출의 약 40%를 차지하는 선진국의 내수 경기가 본격적으로 살아나야 한다.

마지막으로 지난 4분기 성장률이 급락했을 당시 실제 민간 재고는 성장률 하락을 완충시켰다. 이는 다시 말해 재고 증가가 성장률의 추가 하락을 저지해주었다는 것이며, 이는 결국 2009년 성장률 상승을 제한시키는 요인이 될 것으로 예상된다. 일본은행에서도 2009년 성장률 부진은 재고 감소 때문일 것이라고 전망하였다.

2008년 일본 경제성장률은 -0.6%를 기록했으나 2009년에는 더욱 급락한 연간 -5%대 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 또한 기저효과를 감안하고, 하반기 글로벌 경기가 다소 회복될 것으로 예상되어 연중 경기 사이클은 상저하고(上低下高)의 패턴을 보일 것으로 사료된다.



자료: World Bank, 대신경제연구소(DERI)



자료: 일본 내각부, 대신경제연구소(DERI)

# 중국경제

Economist 문정의 ☎ 769-3083 mjhsilon@deri.co.kr

## 내수 경기 회복 vs 대외 수요 감소

- ▶ 09년 1분기 중국 경제는 순수출 부진에도 불구하고 소비와 투자 등 내수 경기가 성장을 하락 완충
- ▶ 09년 글로벌 경기 부진이 지속될 경우 수출 감소와 생산활동 부진, 기업 설비투자 지연 등 내수경기 회복에도 걸림들
- ▶ 08년 성장률 9.0%에서 09년 성장률 7.6%로 하향 전망

### I. 2009년 연간 7.6% 성장 전망

소비와 투자 등 내수 경기 회복에도 불구하고 수출 부진 지속

최근 중국의 주요 경제지표가 하락 사이클을 마감하고 반등하는 모습을 보이고 있어 중국의 경기 사이클이 1분기를 바닥으로 2분기부터 상승할 것이라는 기대감이 커지고 있다.

09년 1분기 성장률은 전년동기대비 6.1%에 불과해 92년 분기 성장률 발표 이후 최저치까지 하락했으나 기저효과(base effect)를 감안하면 지난 08년 4분기 성장률인 6.8%와 큰 차이가 없었다. 시장에서는 오히려 08년 4분기의 성장률 하락폭보다 1분기 하락폭이 좁혀졌다는 점과 순수출 부진에도 불구하고 소비와 투자 등 내수 부문이 성장률 하락을 완충했다는 점에서 긍정적으로 해석하고 있다.

그럼에도 불구하고 IMF 등 주요 기관에서는 09년 중국 경제성장률이 정부 목표치인 8% 성장 달성은 어려울 것으로 전망하고 있다. 이는 글로벌 경기 부진으로 인해 중국의 대외 수출 감소가 지속될 가능성이 높고, 순수출 성장 모멘텀 약화가 내수경기 회복을 지연시킬 것으로 예상하고 있기 때문이다.

[표] 주요 투자은행의 중국 경제 전망 (2009.02)

	경제성장률(real GDP, %,y/y)			소비자물가(CPI, %,y/y)		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Barclays Capital	9.0	6.7	8.5	5.9	-0.5	1.5
BNP	9.0	7.7	8.5	6.3	1.6	2.4
Citi	9.0	7.6	8.3	5.9	-0.4	1.5
Goldman Sachs	9.0	6.0	9.0	5.9	-0.5	1.0
Deutsche Bank	9.0	7.0	6.6	5.9	0.5	0.9
JP Morgan	9.0	7.2	8.5	5.9	0.1	2.0
평균	9.0	7.0	8.2	5.9	0.1	1.6
대신경제연구소	9.0	7.6	8.4	5.9	1.0	2.4

자료: 국제금융센터

## II. 내수 경기 회복으로 성장을 하락 완충

### 정부의 적극적 경기부양 조치로 1분기 내수 경기 회복 신호 나타나

대외 수요 급감에도 불구하고 내수 부문이 회복세를 보이고 있는 주요 배경은 무엇보다 정부의 적극적 경기부양 조치가 경제 주체들의 심리적 안정에 효과를 거두었기 때문이다.

중국 정부는 지난 08년 9월부터 12월까지 4개월 동안 예대금리를 각각 1.35%p와 2.16%p를 인하하는 통화완화정책을 시행하였고, 재정 정책으로는 2년 동안 4조 위안(08년 연간 GDP 대비 약 7.5%)을 지출한다는 경기부양안을 공표하였다.

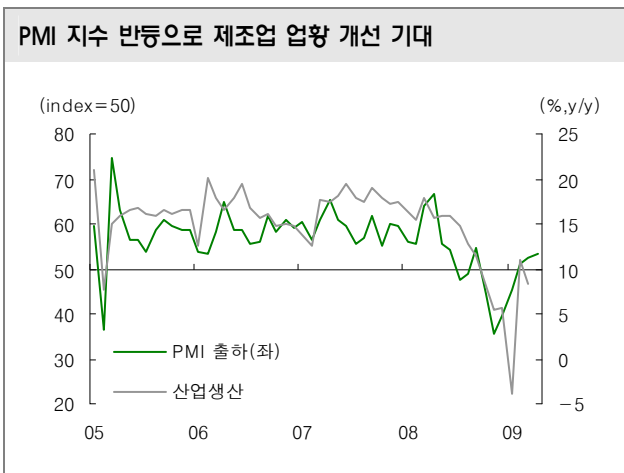
예대금리 인하는 시중 유동성을 증가시켜 GDP와 물가 모두 상승시키는 효과를 거두기 위함이며, 재정지출 확대는 정부가 직접 인프라 건설 등에 투자하여 단기 부양 효과를 유도하기 위함이다.

대상별 투자 비중으로는 철도 건설 등 주요 인프라 투자에 45%, 지진 피해복구 사업에 25%, 농촌 기초설비 9%, 환경보호 9%, 서민주택건설 7% 등이며, 요약해보면 인프라 구축에 투자하는 비중이 대략 80%에 해당하여 중국의 연간 성장률 약 2%p 상승하는 효과를 기대하고 있다.

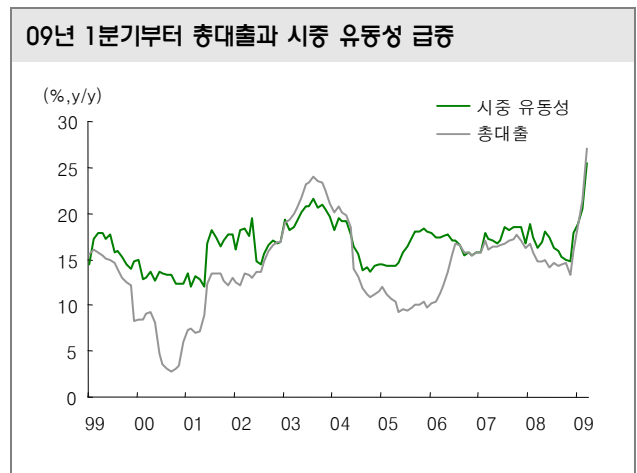
중국 정부는 이 밖에도 기업 채산성 보전을 위해 10대 산업 지원책과 세금 감면, 수출 보조금 확대, 위안화 환율 변동성 축소 등 대내외 산업 지원책을 발표하여 기업들의 생산활동을 적극적으로 장려하고 있다.

정부의 적극적 경기부양 조치가 발표된 이후 시장에서는 경기 회복 기대감이 더욱 확대되고 있다. 실물경기에서는 제조업 업황을 나타내는 구매관리자지수(PMI)가 지난 12월을 저점으로 4개월 연속 상승하였다. PMI지수는 산업생산에 선행하기 때문에 산업생산 증가율 역시 지난 08년 11~12월을 바닥으로 1분기에는 바닥을 통과하는 모습이 나타나고 있다.

시중 유동성도 급증하고 있다는 점도 긍정적이다. 1분기 통화공급(M2) 증가율은 전년동기 대비 21.5%를 기록하여 2008년 연간 M2 증가율인 16.6%를 크게 상회하였다. 최근 유동성 증가 원인은 무엇보다 총대출이 급증했기 때문이다. 대출 수요 증가는 기업과 민간 등 경제 주체들의 미래 투자와 미래 소비에 대한 기대심리가 상승하고 있음을 의미한다.



자료: 중국 국가통계국, 대신경제연구소(DERI)



자료: 중국 국가통계국, 대신경제연구소(DERI)

### III. 글로벌 경기 회복 지연시 8% 성장 어려울 전망

**글로벌 경기 부진으로  
순수출 성장 모멘텀 약화와  
내수경기회복 지연 가능성도  
염두해야**

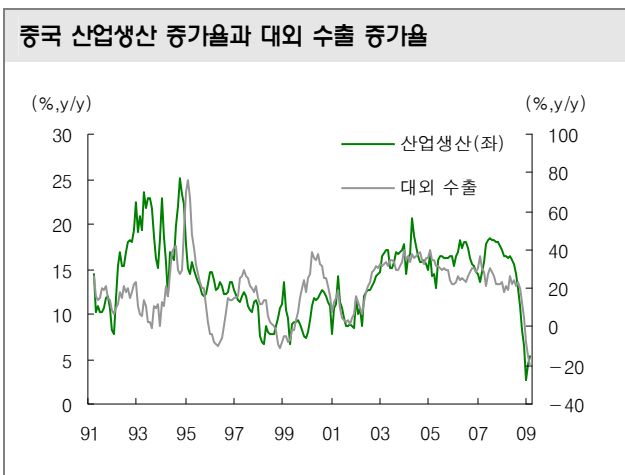
정부의 적극적 경기부양과 풍부한 유동성, 제조업 업황 개선 등의 조짐이 나타나고 있으나 정부 목표인 연간 8% 성장은 어려울 것으로 예상하는 근거는 대외 수요 회복이 매우 완만하게 진행될 것으로 예상되기 때문이다.

IMF에서 4월에 발간한 2009년 세계경제 전망치는 연간 -1.3%로 지난 1월 0.5%보다 큰 폭으로 하향 조정되었다. 또한 중국의 대외 수출과 관련이 높은 미국과 유럽(두 지역의 수출 비중은 약 40%)의 09년 성장률 전망치는 각각 -2.8%와 -4.2%로 지난 08년 성장률인 1.1%와 0.9%에 비해 큰 폭으로 하향되었다.

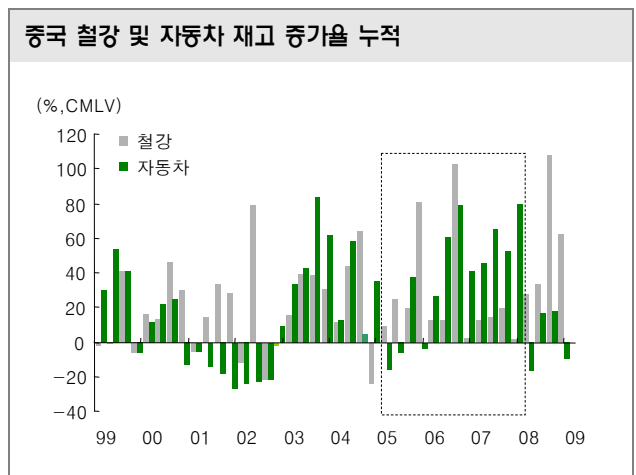
이러한 주요 수출국들의 경기 침체는 분명 중국의 대외 수출 감소로 이어질 것이며, 중국의 수출 감소는 순수출 성장 기여도 하락에서 그치는 것이 아니라 기업 매출과 이익 감소, 설비 투자 지연, 고용 수요 감소에 따른 민간소득, 소비 부진으로 이어지는 등 대외 충격이 내수경기 부진으로 전이될 가능성도 고려해야 한다.

대표적으로 산업생산 증가율과 수출 증가율은 매우 유사한 흐름을 보이고 있는데, 이는 제조업의 대외 수출이 내수 판매 못지 않게 많은 비중을 차지하기 때문이다. 최근 PMI 지수가 4개월 연속 상승하고 있으나 산업생산 증가율이 크게 상승하지 못하는 이유는 대외 수출이 회복되지 않고 있기 때문이다. 결국 제조업 업황은 개선되고 있으나 수출 경기가 회복되지 않는 한 기업의 생산활동 부진은 불가피하다는 것이다.

또한 지난 2005년 이후 수출 급증으로 인해 기업들은 과잉 투자를 지속해왔고, 재고는 계속 누적되고 있다. 2005년부터 2007년까지 철강과 자동차 재고 누적 증가율은 평균 30%대까지 상승하여 지난 2001년 15%대 재고 증가율의 두 배까지 치솟았다. 수출 감소가 지속될 경우 재고 소진을 위해 생산활동 위축과 설비투자 지연이 불가피할 것으로 예상되어 내수 회복에도 걸림돌이 될 것으로 예상된다.



자료: 중국 국가통계국, 대신경제연구소(DERI)



자료: 중국 국가통계국, 대신경제연구소(DERI)

# 국제유가 전망

Economist 채연기 ☎ 769-3002 coolheuy@deri.co.kr

하방경직성은 확보, 그러나 본격적인 상승 국면까지는 시간이 필요

- ▶ 글로벌 금융위기 완화 및 세계 경기 침체 상황이 둔화되고 있어 국제유가는 40달러 선에서 하방경직성을 확보
- ▶ 여전히 세계 경기가 침체 상황이라는 점은 유가가 본격적인 상승 국면에 진입하는 데 걸림돌이 되고 있는 것은 분명하나, 각 국의 대규모 경기부양책이 실효를 거두는 시점에서는 당초 예상보다 09년 세계 석유 수요의 감소폭이 크지 않을 가능성 상존
- ▶ 특히 달러화 가치 하락에 따른 원유시장으로의 투기자금 유입은 유가의 교란요인으로 작용할 것으로 판단됨. 세계 경기가 서서히 회복되는 시점에서 국제유가가 완만한 상승 곡선을 그릴 것으로 전망되며, 09년 국제유가(WTI유 기준)는 연평균 배럴당 60달러 수준에 근접할 전망

## I. 국제유가 동향 및 전망

### 1. 제자리 걸음은 끝낸 국제유가

글로벌 신용경색 완화 및 세계 경기 후퇴 진행 속도가 완만해진 배경 속에 유가는 상승 흐름 이어가

최근 국제유가의 움직임을 살펴보면 마치 제자리 걸음을 끝내고 쟁 걸음을 준비하는 단계에 접어든 것처럼 보인다.

최근 글로벌 신용경색 완화로 인해 글로벌 증시가 동반 상승세를 기록하고 있으며 각 국의 경제지표 역시 최악의 상황이 서서히 지나가고 있음을 반증함에 따라 국제유가 역시 상승세를 지속하고 있기 때문이다.

지금의 유가 상승세가 지속 가능할 지에 대한 점검이 필요한 시점

물론 세계 경기 침체 상황이 여전히 진행 중에 있으며 불확실성이 여전히 높다는 점을 감안한다면 아직 경계심을 늦출 만한 단계는 아니라는 의견에 무게가 실리고 있는 실정이나, 5월 들어 50달러 중심의 박스권 흐름에서 벗어나 배럴당 60달러에 근접하며(5/8일 배럴당 58.63달러는 6개월래 최고치) 급등세를 연출한 점은 그 자체로도 의미하는 바가 적지 않다.

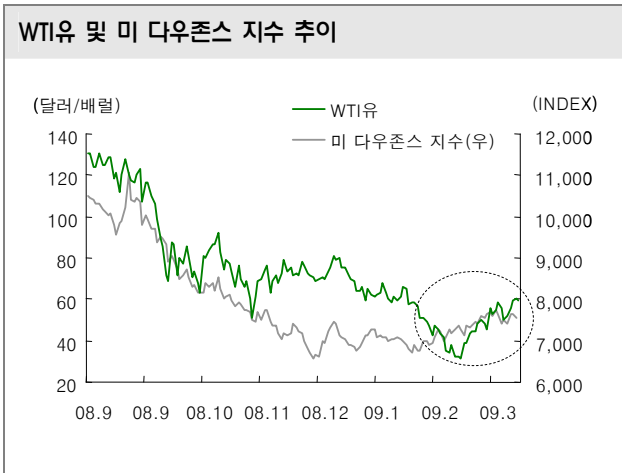
배럴당 100달러를 뛰어넘어 사상 최고치를 기록했던 08년도와 같은 가파른 상승 속도는 아니겠지만 현재 어떠한 요인으로 유가가 상승하는지 또한 그 방향성이 지속 가능한지에 대한 점검이 필요한 시점이라고 판단된다.

### 2. 기대와 현실 간 괴리 속에서 흔들리는 국제유가

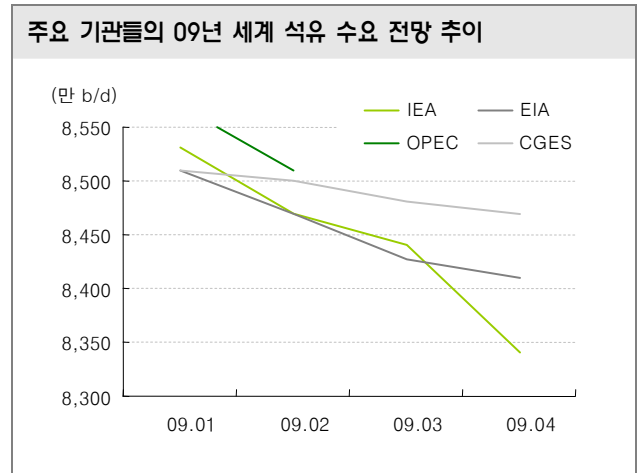
향후 경기 회복 기대감을 반영한다는 점에서 국제유가는 주식시장의 흐름에 동조

향후 경기 회복 기대감을 반영한다는 측면에서 국제유가는 주식시장의 흐름에 동조하는 움직임을 보여왔으며, 앞으로도 주식시장 흐름에 민감하게 반응할 것으로 판단된다.

바꾸어 말하자면, 주식시장은 경기선행지표 중 하나임과 동시에 최근에는 '09년 세계 석유 수요를 가늠할 수 있는 대용지표로 파악되고 있다는 의미이다. 이는 유가 상승으로 인한 인플레이션 증대로 인해 주식시장과 괴리를 보였던 07~08년과는 분명 차별화되고 있는 양상이다.



자료: Bloomberg, 대신경제연구소(DERI)



자료: 한국석유공사, 대신경제연구소(DERI)

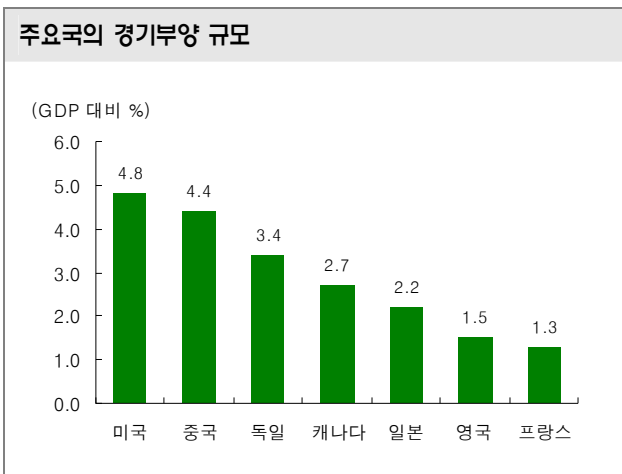
**최근 글로벌 증시의 상승은 각국의 경기부양책에 대한 기대감에 기인하고 있어**

최근 증시의 반등 배경에는 각국의 경기부양책(금융시장 안정화 정책)에 대한 기대감이 크게 작용하고 있는 것으로 판단된다. 금융시장 안정화 정책은 신용경색을 완화하기 위한 유동성 지원 등의 정책으로 금융시장이 발달한 미국, 영국, 독일, 일본 등 국가들을 중심으로 '08년 하반기 이후 집중적으로 시행되어 왔다.

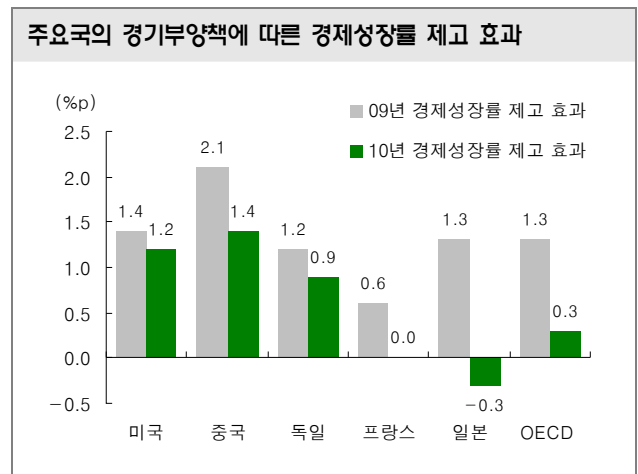
**세계 경기 후퇴 진행 상황이 둔화되고 있는 점은 유가 강세 심리를 자극**

이러한 각국의 경기부양책 효과에 대한 기대감이 증시의 상승세로 이어지면서 경기 회복 시점이 당초 예상보다 빨라질 수 있다는 점은 최근 세계 경기 후퇴 진행 상황이 둔화되고 있다는 점과 더불어 원유선물시장에서 유가 강세 심리를 자극하고 있는 것으로 판단된다.

'08년을 제외한 '09년~'10년까지의 경기부양책 규모를 각국의 GDP 대비로 보면, 중국이 4.0%, 미국이 3.8%, 독일이 3.5%, 일본이 2.2%에 달할 것으로 추정되고 있다. 이에 따른 09년도 경제성장률 제고 효과는 OECD 전체로 최대 1.3%p에 이를 것으로 전망되고 있다. (2009.2 IMF 자료 참조)



주: 2008년부터 2010년까지 각국의 경기 부양 규모(GDP 대비)  
자료: IMF, 대신경제연구소(DERI)



주: OECD 전체는 PPP가중평균이며, 각국의 성장률 제고효과는 최대치 적용  
자료: IMF, 대신경제연구소(DERI)

**주요국의 대규모 경기부양책이 실효를 거둘 경우, '09년 세계 석유 수요의 감소폭이 예상보다 크지 않을 가능성 상존**

실제로 주요국의 대규모 경기부양책이 실효를 거둘 경우, 글로벌 경기의 하강 속도는 점차 둔화될 가능성이 높다. 더 나아가 세계 경제가 미약하게나마 회복되는 시점이 조금이라도 앞당겨진다면 당초 예상보다 '09년 세계 석유 수요의 감소 폭이 크지 않을 수 있다는 점에서 유가 상승 배경으로 작용할 가능성을 배제하기 어렵다.

그렇다면 이러한 기대만으로 유가가 상승세를 지속할 수 있을까? 결론부터 말하자면, 현실을 반영하고 있는 펀더멘탈 개선 없이는 유가 상승세는 제한될 가능성이 높을 것으로 예상된다.

**그러나 원유재고 증가 등 펀더멘탈의 개선 없이는 유가 상승세 지속은 어려울 전망**

무엇보다 원유재고의 증가세가 지속되고 있다는 점이다. 최근 OPEC의 감산 및 수출량 감소로 인해 미 원유재고의 증가세가 둔화되고 있다고는 하나, 예년보다 높은 수준을 유지하고 있는 원유재고는 경기 침체에 따른 수요 감소를 반증한다는 측면에서 유가 상승에 걸림돌로 작용할 가능성이 크기 때문이다.

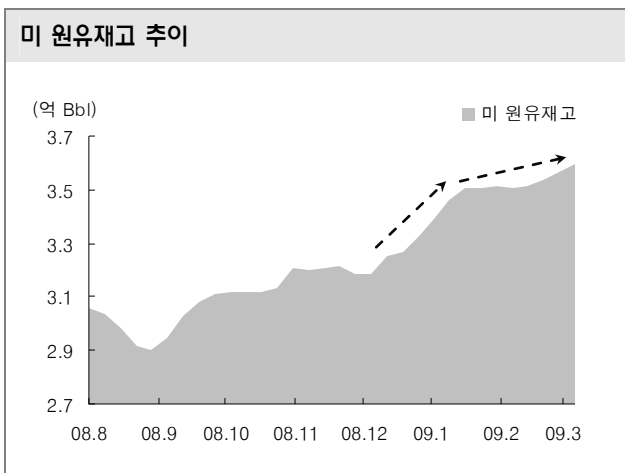
OPEC의 추가 감산 가능성이 낮아지고 있다는 점도 유가 상승 여력을 제한하는 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

IEA(국제에너지 기구)에 따르면 세계 석유 수요 감소에 따른 유가 하락을 방어하기 위해 OPEC의 감산 이행은 지속적으로 이루어지고 있으며, OPEC의 3월 감산 준수율은 약 83% (OPEC의 현 생산목표 수준은 2,485만 b/d이며, 이라크를 제외한 OPEC11국 3월 생산량은 2,557만 b/d를 기록)수준이 될 것으로 추정되고 있다.

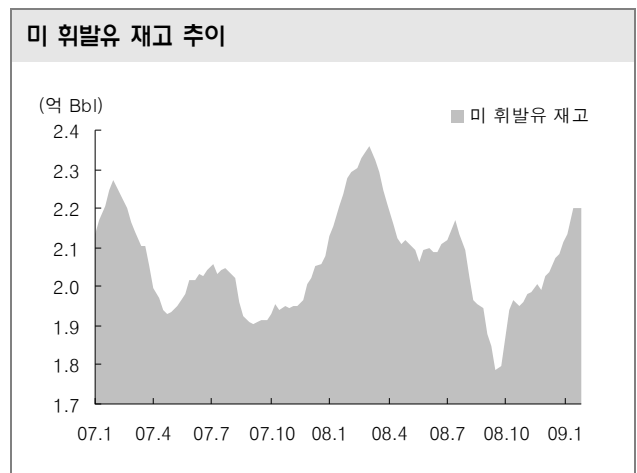
**OPEC의 추가 감산 가능성 및 감산 준수에 대해서도 다소 회의적**

문제는 OPEC 회원국들 간의 Budget balance 기준과 한계생산비용이 상이하다는 점으로 인해 감산에 대해 갈등을 빚고 있기 때문인데, Budget balance 경우 감산에 적극적인 사우디가 배럴당 55달러 수준인 반면에 베네수엘라는 배럴당 95달러 수준에 이르는 것으로 추정되고 있다.

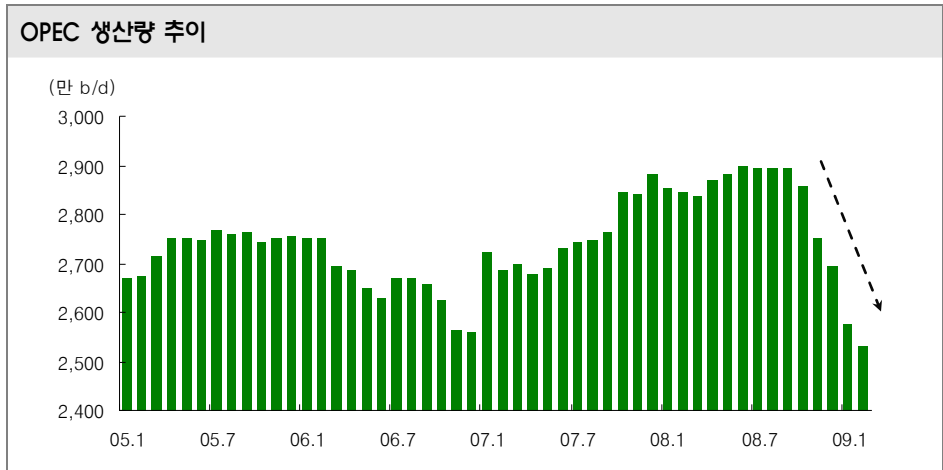
또한 2~3개 회원국이 재정수입 감소를 우려해 감산을 준수하지 않는 상황마저 고려한다면 감산 결의가 쉽게 이루어지지는 않을 전망이다. IEA에 따르면 앙골라의 감산 준수율은 40%대, 베네수엘라 및 나이지리아의 감산 준수율은 60%대인 것으로 나타나고 있어 수요 약세 및 재고 증대에도 불구하고 OPEC의 대응에는 분명 한계가 있을 것으로 판단된다.



자료: EIA, 한국석유공사, 대신경제연구소(DERI)



자료: EIA, 한국석유공사, 대신경제연구소(DERI)



주: 생산 쿼터에 영향을 받는 OPEC 11개국(이라크 제외)의 생산량을 의미함  
 자료: OIL MARKET INTELLIGENCE, 한국석유공사, 대신경제연구소(DER)

## II. 달러화 가치 VS 국제유가

### 3. 달러화 가치 변동에 따른 국제유가 전망

**달러화 가치와 국제유가는 높은 상관관계를 유지**

이미 시장에 널리 알려진 바와 같이 달러화 가치와 국제유가는 높은 상관관계를 유지하면서 상반된 흐름을 보여주고 있다. 최근 2년간 달러화(유로화)와 WTI유 가격과의 상관계수는 0.94를 기록할 정도로 서로 긴밀하게 움직이고 있다.

**달러화 가치 하락에 따른 투기자금 동향에 주목할 필요**

문제는 원유시장으로 투기자금이 유입되는 과정 자체에 있다. 달러화 가치 하락에 따른 원유선물시장의 투기자금 유입 과정은 그간 국제유가의 변동성을 높이는 교란요인으로 작용해왔으며, 그렇기 때문에 환율 동향에 따른 국제유가 전망은 유효하다고 판단된다.

**안전자산 선호 현상이 악화되면서 달러화가 약세로 반전될 가능성 점중**

미 펀더멘탈이 여전히 취약함에도 불구하고, 글로벌 신용경색에 따른 안전자산 선호 현상(flight to quality)으로 달러화가 강세 기조를 유지해왔으나, 달러화 강세가 향후에도 지속될 수 있을지는 여전히 의문이다.

최근 글로벌 증시가 회복세로 돌아서는 과정에서 신용경색 완화 및 글로벌 경기 회복 조짐 등은 미 경제 펀더멘탈 상황에 더욱 주목하게 할 가능성이 있으며, 이 경우 달러화 약세는 불가피할 것으로 예상되기 때문이다.

과거 달러/유로 환율의 구간별 케이스에 따른 국제유가 및 2009년 주요 투자은행의 달러/유로 전망치를 근거로 국제유가 전망을 추정할 결과는 다음과 같다.

[달러/유로 환율 구간별 케이스에 따른 국제유가 추이]

(단위: 달러/유로, 달러/배럴)

	07년 7월	07년 9월	08년 3월	08년 7월	08년 11월
달러/유로 환율	1.3713	1.3849	1.5504	1.5766	1.2725
WTI유	74.1	79.6	105.4	133.4	57.3
Dubai유	69.7	72.9	96.9	131.3	49.9

[달러/유로 환율 전망치를 근거로 한 국제유가 전망]

(단위: 달러/유로, 달러/배럴)

	09년 6월	09년 9월	09년 12월
달러/유로 환율	1.3392	1.3564	1.3588
WTI유	65.3	69.6	70.2

**4. 09년 국제유가는 연평균 60 달러 수준에 근접할 것으로 예상**

국제유가가 다시 배럴당 40달러를 하회할 가능성은 현재로서는 낮아

종합해보면 국제유가는 세계 경기 침체 진행 속도 완화 및 OPEC 감산 등의 영향으로 배럴당 50달러를 전후로 강력한 하방경직성을 확보한 것으로 보인다. 올해 초 40달러를 단기간 하회했던 구간이 반복되는 더블 딥 현상이 나타날 가능성은 현재로서는 낮다고 예상되기 때문이다.

달러화 가치 변동에 따른 국제유가 전망치를 감안한다면 연평균 배럴당 60달러 수준에 이를 전망

실물경기에 커다란 충격을 주었던 글로벌 금융위기가 지나가고 있으며, 각국의 경기부양책에 따른 경제성장률 제고 효과 등을 감안한다면 국제유가는 현재보다는 한 단계 레벨업되는 수준까지 완만한 상승곡선을 그릴 것으로 전망된다. 큰 그림으로 볼 때 국제유가는 상저하의 흐름을 보일 것으로 예상되며, 달러화 가치 변동에 따른 국제유가 전망치를 감안한다면 연평균 배럴당 60달러 수준에 근접할 것으로 전망된다.

[주요기관 및 대신경제연구소 09년 국제유가 전망]

(단위: 달러/배럴)

	09년 1/4분기	09년 2/4분기	09년 3/4분기	09년 4/4분기	09년 평균
CGES(09.4.13)	44.5	52.1	55.2	59.4	53.1
CERA(09.4.27)	43.3	56.0	55.0	56.0	52.58
EIA(09.4.14)	42.9	52.6	56.0	59.0	52.6
PIRA(09.4.30)	42.9	51.9	58.0	62.6	53.9
대신경제연구소(09.5.12)	43.2	55.0	65.0	69.0	58.0

주: CGES는 Brent유 기준, 그 외 나머지 기관들은 WTI유 기준임.

자료: 한국석유공사, 대신경제연구소(DERI)